



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

VANESSA CÂMARA DE MEDEIROS

DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM COMPANHIAS
LISTADAS NA [B]³

NATAL/RN

2018

VANESSA CÂMARA DE MEDEIROS

**DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM COMPANHIAS
LISTADAS NA [B]³**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Estudo dos Impactos da Contabilidade nas organizações e na sociedade.

Orientador: Prof. Dr. Diogo Henrique Silva de Lima.

NATAL/RN

2018

Universidade Federal do Rio Grande do Norte - UFRN

Sistema de Bibliotecas - SISBI

Catálogo de Publicação na Fonte. UFRN - Biblioteca Setorial do Centro Ciências Sociais Aplicadas - CCSA

Medeiros, Vanessa Câmara de.

Análise dos determinantes da remuneração de executivos em companhias listadas NAA (B)3 / Vanessa Câmara de Medeiros. - 2018.

66f.:il.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Diogo Henrique Silva de Lima.

1. Remuneração de Executivos - Brasil - Dissertação. 2. Remuneração Fixa - Dissertação. 3. Remuneração Variável - Dissertação. 4. Determinantes- - Dissertação. I. Lima, Diogo Henrique Silva de. II. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. III. Título.

RN/UF/Biblioteca Setorial do CCSA

CDU 331.215:657(81)

VANESSA CÂMARA DE MEDEIROS

**ANÁLISE DOS DETERMINANTES DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS EM
COMPANHIAS LISTADAS NA [B]³**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em: __/__/____

Prof. Dr. Diogo Henrique Silva de Lima

Orientador/Departamento de Ciências Contábeis - UFRN

Prof. Dr. Anderson Luiz Rezende Mol

Examinador/Departamento de Administração - UFRN

Profª. Dra. Patricia Maria Bortolon

Examinadora/Departamento de Ciências Contábeis - UFES

Aos meus pais, Floriano e Cláudia; e ao meu amor, Vinícius.

AGRADECIMENTOS

Percorremos caminhos e conhecemos pessoas que passam pelas nossas vidas com a função de nos ensinar e tocar nossos corações. Nessa estrada percorrida – o mestrado –, muitas pessoas me ensinaram e me fizeram uma pessoa melhor. A essas pessoas, segue a minha eterna gratidão. Agradeço ao amor da minha vida, Vinícius, que fez com que os meus dias fossem muito mais tranquilos. Pelos conselhos e paciência nos momentos difíceis. Nessa estrada, você foi o meu suporte e nenhuma palavra demonstraria o que sinto por você. Você é luz, e ainda bem que ilumina a minha vida. Para você, todo amor do mundo. Juntos somos mais fortes.

Aos meus pais, Floriano e Cláudia, pelo amor incondicional, por todo apoio, força e carinho. Tudo que faço é para retribuir de alguma forma o que fazem por mim. Vocês são a fonte da minha força. Como é grande o meu amor por vocês. Ao meu irmão, Thiago, que proporcionou um dos meus maiores presentes: o meu sobrinho, João Pedro! Como é bom te ter, meu pequeno. Como é bom ver a sua pureza. Você, meu querido João, talvez nem saiba, mas me ensina muito sobre o amor.

Agradeço ao meu orientador, professor Diogo Lima, por toda confiança depositada, paciência, colaboração e todos os ensinamentos. Meu muito obrigado. Ao professor Anderson Mól, por toda contribuição, por ter acreditado no meu trabalho e, principalmente, pelo ser humano que és. O senhor é o meu exemplo. Aos demais professores do Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis, por todo conhecimento adquirido, enriquecimento acadêmico e amizade construída. Agradeço, em especial, os professores Clayton Tavares e Anailson Gomes.

Aos amigos do mestrado, Felipe, João Evangelista, João Victor, Yuri. Agradeço, em especial, às minhas Lulu's (Ivanielly, Clara e Arianne), que dividiram todos os momentos comigo e sempre acreditaram em mim. Muito obrigada por todo incentivo. Agradeço ao meu amigo, Égon, que também sempre esteve presente e me incentivou. Vocês são muito importantes para mim.

Por fim, agradeço ao bom Deus, pois sem ele nada disso existiria. Obrigada por colocar desejos em meu coração e fazer com que eu alcance os meus objetivos. Obrigada por todas essas pessoas especiais que colocastes em minha vida. Toda honra e toda glória a ti. Por fim, destaco que mais uma etapa foi concluída na minha vida e que nada seria possível sem vocês ao meu lado. Por isso, dedico hoje e sempre essa vitória a vocês, os amores da minha vida! Dedicarei, também, o meu amor e carinho para todo sempre! Obrigada!

Sereno é quem tem a paz de estar em par com Deus.

(Marcelo Camelo).

RESUMO

A remuneração de executivos tem se constituído objeto de interesse de atores como academia, governo, investidores e mídia. Na literatura, a remuneração é apreendida como um mecanismo capaz de alinhar os interesses entre o principal e o agente, além de atuar como uma estrutura de governança corporativa voltada para combater os custos de transação. Não obstante, a remuneração também pode ser utilizada como instrumento de ações discricionárias. Este estudo busca investigar os principais determinantes que influenciaram a composição da remuneração dos executivos, no período entre 2011 e 2016, das empresas listadas na [B]³. Os dados foram coletados nos formulários de referências e na base de dados Bloomberg®. A amostra ficou restrita a 162 companhias, que disponibilizaram os dados necessários para estimativa dos determinantes da remuneração dos executivos. Para atingir o objetivo deste trabalho, foram estimados modelos FGLS, PCSE e Logit, dispostos em dados em painel não-balanceado de efeitos aleatórios. Os resultados evidenciam que, no âmbito da firma, variáveis como idade e tamanho da firma, Q de Tobin $t-1$, Market-to-book, Market-to-book $t-1$, ROA, ROA $t-1$ e a presença dos níveis diferenciados de governança corporativa influenciaram as diferentes formas de remuneração de executivos. Já em relação ao Conselho de Administração, a influência residiu na independência e tamanho do Conselho, *Board Interlocking*, existência de comitê de remuneração, dualidade do CEO e presença de ex-diretor presidindo o Conselho. Por fim, tratando-se da diretoria, mostraram-se estatisticamente significantes o tempo médio em que os executivos atuam na empresa, idade, formação acadêmica e gênero, participação acionária, presença de diretores fundadores ou com parentesco com o fundador, tamanho, existência de membros que possuem parentesco com membros do Conselho e número de membros indicados pelo controlador. Conclui-se, portanto, que a análise dos determinantes da remuneração de executivos é um tema complexo, exigindo, para a sua compreensão, refletir sobre os diferentes elementos inerentes às estruturas das companhias. Requer, também, levar em consideração os próprios objetivos das formas de remuneração concedidas.

Palavras-Chave: Remuneração de executivos. Remuneração fixa. Remuneração variável. Determinantes. Brasil.

ABSTRACT

The executive compensation has been constituted as interest object of actors like academy, government, investors and media. In the literature, compensation is perceived as a mechanism capable of aligning the interests between the principal and the agent, as well as acting as a corporate governance structure aimed at counteracting transaction costs. Nevertheless, remuneration can also be used as an instrument of discretionary actions. This study aims to investigate the main determinants that influence the composition of executives' remuneration in the period 2011-2016, in the companies listed in [B]³. We collected data on reference forms and in Bloomberg® data base. The sample was restricted to 162 companies that provided the necessary data to estimate the determinants of executive compensation. To achieve the objective of this search, we estimated FGLS, PCSE e Logit models, which were arranged in randomized unbalanced panel data. The results show that, at the firm's level variables such as age and size of the company Q de Tobin t_{-1} , Market-to-book, Market-to-book t_{-1} , ROA, ROA t_{-1} and on the presence of differentiated levels of corporate governance have influenced different forms of executive compensation. Concerning to Administrative Council level, the influence rested on the independence and size of the Board, Board Interlocking, existence of a compensation committee, duality of the CEO and presence of a former director of the Board. Finally, at the staff's level, we found significant factors: the average time that executives work in the company, age, academic education and gender, shareholding, presence of founding directors or relatives with the founder, size, existence of members who are related to members of the Board and number of members indicated by the controlling shareholder. We concluded that the analysis of the determinants of executive compensation is a complex subject, requiring for your understanding reflect on the different elements inherent in the structures of companies. It also requires take into consideration the objectives of the forms of remuneration granted.

Keywords: Executive compensation. Fixed remuneration. Variable salary. Determinants. Brazil.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo dos principais estudos empíricos acerca da remuneração de executivos	28
Quadro 2 - Resumo das variáveis independentes utilizadas e seus respectivos sinais esperados na estimativa dos modelos de remunerações	34

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis	41
Tabela 2 - Determinantes das remunerações dos executivos no período 2011-2016	43

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

[B] ³	Brasil, Bolsa, Balcão
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EBX	EB: Eike Batista e X lucratividade das suas empresas
FGLS	<i>Feasible Generalized Least Square</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGPM	Índice Geral de Preços do Mercado
NEI	Nova Economia Institucional
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i> (Bolsa de Valores de Nova Iorque)
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i> (Mínimos quadrados ordinários).
PCSE	<i>Panel Corrected Standard Errors</i>
PRL	Participação nos Resultados e nos Lucros
ROA	<i>Return on Assets</i> (Retorno sobre o Ativo)
WLS	<i>Weighted Least Squares</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 JUSTIFICATIVA E PROBLEMÁTICA.....	15
1.2 OBJETIVOS	16
1.2.1 Objetivo geral	16
1.2.2 Objetivos específicos	16
1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO	17
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	18
2.1 REMUNERAÇÃO E TEORIA DA AGÊNCIA.....	18
2.2 REMUNERAÇÃO E ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA	21
2.3 REMUNERAÇÃO E A ABORDAGEM DO PODER GERENCIAL	23
2.4 O ESTADO DA ARTE DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS	25
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	30
3.1 COLETA DE DADOS.....	30
3.2 MODELOS ECONÔMICOS	31
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	41
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	41
4.2 ANÁLISE ECONÔMICA.....	43
4.2.1 Remuneração fixa	44
4.2.2 Bônus	48
4.2.3 PRL	51
4.2.4 Stock Options.....	54
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	56
REFERÊNCIAS	58
ANEXOS	66

1 INTRODUÇÃO

As empresas, além dos tradicionais fatores externos à entidade (crédito, juros, câmbio), dedicam cada vez mais atenção aos potenciais fatores de instabilidade interna, tais como a gestão dos recursos humanos, o conflito de interesses e a constante motivação dos funcionários, visando à continuidade no ambiente de mercado competitivo. Esse processo ganha uma conotação ainda mais importante no âmbito das empresas de capital aberto, nas quais a separação entre o acionista e o gestor da empresa tende a gerar problemas como assimetria de informações, busca da utilidade própria e divergência de interesses (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976).

Conforme Jensen e Meckling (1976), é notória a existência de conflitos entre agente e principal, com possível implicação no desempenho das companhias. Nesse contexto, um mecanismo que vise a reduzir o problema de agência ancora-se na remuneração dos executivos. Ele permite o alinhamento de esforços entre agente e principal em torno de um objetivo comum. Entre outros aspectos, o pacote de remuneração executado pelas organizações pode produzir efeitos sobre a motivação dos colaboradores, criar um estado permanente de atração de executivos de maior qualificação e fornecer incentivos para retenção de funcionários (HALL; MURPHY, 2002, 2003).

Nesses termos, a remuneração também pode ser considerada como um importante mecanismo de governança corporativa (SILVEIRA, 2010), capaz de reduzir os custos (incerteza, oportunismo, assimetria de informações) inerentes à relação contratual entre o principal e o agente. Não obstante, em situações nas quais o nível de assimetria informacional é elevado e as estruturas de governança corporativa são frágeis, a remuneração pode também estar inserida em um problema de agência, à medida que os executivos, utilizando o seu poder, podem atuar de forma discricionária e afetar seus pacotes de remuneração (BEBCHUK; FRIED, 2003).

Embora possa parecer sugestivo pensar que elevada estrutura de remuneração possa produzir melhor afinamento dos interesses agente-principal, é importante ressaltar que a prática de remuneração de forma excessiva também produz efeitos perversos sobre a balança de interesses em favor do agente, maximizando, nesse caso, a utilidade do executivo em detrimento dos interesses dos acionistas (BEBCHUK; CREMERS; PEYER, 2011).

No Brasil, por exemplo, problemas concernentes aos pacotes de remuneração oferecidos aos executivos se tornaram evidentes a partir das fraudes financeiras dos grupos EBX-Eike Batista e Odebrecht. O primeiro possuía projetos de investimento de longo prazo, mas as

políticas de remunerações estavam pautadas no curto prazo, o que tornou a compensação dos executivos excessiva, antes mesmo que as empresas começassem a operar. Já a Odebrecht apresentou problemas com os bônus distribuídos aos executivos que atingissem as metas da empresa. Isso resultou em um frágil monitoramento, que fomentou a utilização, por parte desses atores, de práticas discricionárias.

Esses exemplos denotam a importância e a dificuldade de se estruturarem pacotes de incentivos capazes de estimular os funcionários a atuarem em prol dos interesses das companhias, levando-se em consideração a transparência das ações e as boas práticas de governança. É nesse contexto que o debate em torno da remuneração dos executivos é complexo e se encontra longe de um consenso (CONYON, 2006; SRIDHAR; KUMAR, 2015), potencializado, ainda, pela existência de diferentes estruturas de remuneração, sejam elas fixas ou variáveis.

A remuneração fixa pode ser entendida como um acordo entre o principal e o agente referente ao aporte de recursos – salário ou pró-labore, benefícios diretos e indiretos (assistência médica, por exemplo) e remuneração por participação em comitês (CVM, 2009) – que será recebido pelo trabalho realizado (KRAUTER, 2013); esse recurso deve ser atrativo o suficiente para motivar o gestor (MURPHY, 1999).

A remuneração variável está atrelada aos recursos financeiros recebidos pelos executivos pelo seu desempenho em relação às metas estabelecidas (KRAUTER, 2013). Anjos *et al.* (2015) complementam que a remuneração variável é responsável por atrair, avaliar e reter executivos. As remunerações variáveis dizem respeito a Bônus, Participação nos Resultados e nos Lucros (PRL) e plano de remuneração baseado em ações (*employee stock options plan*) (CVM, 2009).

O Bônus consiste no fornecimento de recompensas pelo alcance das metas estabelecidas, enquanto o PLR diz respeito à distribuição de uma parte do lucro do exercício. Os planos de remuneração baseados em ações configuram opções de compra, nos quais um agente adquire o direito de exercer a compra de ações a partir de um determinado preço de exercício (HALL, 2000).

No conjunto, entende-se que os diversos componentes das remuneração fixa e variável devem ser combinados de diferentes formas pela organização, para a maximização de valor da empresa. Essa combinação torna-se relevante, considerando, por um lado, que apenas o uso de remuneração fixa poderia fazer com que os gestores atuassem em posição de conforto.

Por outro lado, o uso apenas das remunerações variáveis poderia acarretar problemas, como o gerenciamento dos resultados por parte dos executivos, com vistas à determinação da

sua própria remuneração (ROSEN, 1993). Adicionalmente, as remunerações variáveis são influenciadas pela incerteza do mercado. Assim sendo, o gestor pode ser remunerado pela inércia do desempenho da companhia e não pelo seu trabalho, uma vez que são influenciadas por aspectos externos (BERTRAND; MULLAINATHAN, 2001).

Diante dessa realidade, estudos têm sido desenvolvidos na literatura internacional buscando compreender melhor a remuneração de executivos, em especial os fatores que a influenciam. No âmbito desses determinantes, pode-se mencionar a independência do Conselho de Administração (JAISWALL; BHATTACHARYYA, 2016), tamanho do Conselho (BENKRAIEM *et al.*, 2017), existência de comitês de remuneração (LIANG; RENNEBOOG; SUN, 2015), desempenho (CHUNG; JUDGE; LI, 2015), participação acionária da diretoria (FOCKE; MAUG; NIESSEN-RUENZI, 2017), relação de parentesco entre membros da diretoria executiva e o fundador, nível educacional da diretoria e participação da mulher na diretoria (GHOSH, 2006).

Na literatura nacional, maior atenção à remuneração dos executivos ocorreu após a Instrução nº 480 da CVM (Companhia de Valores Mobiliários), de 2009, que estabelece a obrigatoriedade da divulgação das políticas de remuneração das empresas, fomentando assim sua maior transparência. De modo geral, esses estudos concentraram-se na análise das relações entre remuneração e temas como desempenho, características de governança e controle acionário (ANJOS *et al.*, 2015; BEUREN; MOURA; THEIS, 2016; CUNHA; VOGT; DEGENHART, 2016).

1.1 JUSTIFICATIVA E PROBLEMÁTICA

Em que pese a importância dos estudos mencionados anteriormente, entende-se que a investigação dos aspectos que influenciam a remuneração de executivos é complexa, abrangente e ainda pouco explorada. Assim sendo, o presente trabalho pretende lançar luz sobre o tema da remuneração de executivos de forma ampla, com o intuito de expandir os achados e conhecimentos dos determinantes sobre os tipos de remuneração executiva no Brasil, para melhor caracterização e conhecimento sobre o tema.

Especificamente, este trabalho se diferencia de outros estudos, como os de Sridhar e Kumar (2015), Beuren, Moura e Theis (2016) e Cunha, Vogt e Degenhart (2016), por englobar elementos capazes de representar as características da firma, do Conselho de Administração e da diretoria, observando-se que essas três dimensões contemplam uma série de variáveis potencialmente relevantes para influenciar a remuneração dos executivos. Outro diferencial, em

relação, por exemplo, a Jaiswall e Bhattacharyya (2016) e Focke, Maug e Niessen-Ruenzi (2017), reside no fato de investigar a influência dessas características na determinação de diferentes formas de remuneração, tais como salário, bônus, Participação nos Lucros ou resultados (PRL) e concessão de *stock options*, que configuram as principais formas utilizadas no mercado acionário brasileiro.

Do ponto de vista do recorte teórico, este estudo constrói o modelo teórico de análise amparado na teoria dos contratos, inserida na Nova Economia Institucional (NEI) e na abordagem do poder gerencial. Nesse ponto, a investigação assume contornos de maior envergadura em relação aos trabalhos de Anjos *et al.* (2015), Beuren, Moura e Theis (2016) e Cunha, Vogt e Degenhart (2016), uma vez que apontam para um direcionamento epistemológico além da Teoria da Agência, abordagem mais frequentemente endossada para compreensão da remuneração de executivos, conforme destaca Krauter (2013).

Do ponto de vista dos tomadores de decisão, esta investigação permitirá aos acionistas compreenderem melhor os aspectos que influenciam a remuneração dos executivos, bem como se os agentes estão utilizando de ações discricionárias para atingir pacotes mais elevados de remuneração. Do ponto de vista dos usuários externos, esta pesquisa pode oferecer *insights* aos órgãos reguladores do mercado de capitais (CVM) à medida que se compreende a realidade do instrumento remuneratório de executivos no Brasil.

Diante do exposto, esta investigação propõe-se a responder a seguinte pergunta de pesquisa: quais os determinantes das remunerações recebidas pelos executivos das companhias listadas na [B]³ no período 2011-2016?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral da dissertação é investigar os principais determinantes que influenciaram a composição da remuneração dos executivos, no período 2011-2016, das empresas listadas na [B]³.

1.2.2 Objetivos específicos

Em uma perspectiva específica, objetiva-se: (i) analisar os determinantes da remuneração fixa concedida; e (ii) analisar os determinantes da remuneração variável

concedida. Justifica-se a escolha desses objetivos pela importância das remunerações, sejam elas fixas ou variáveis, que sofrem influência, possivelmente, de fatores descritos seja na abordagem do poder gerencial, na assimetria de informações, no risco moral e nas ações discricionárias. Sendo assim, torna-se fundamental examinar, de forma estendida, os aspectos potencialmente influenciadores dos diferentes tipos de remunerações dos executivos, conforme destacam Banghoj *et al.*, 2010.

1.3 ESTRUTURA DO TRABALHO

Além desta introdução e das considerações finais, esta dissertação divide-se em três capítulos. No segundo, abordam-se os principais aspectos teóricos da teoria da agência, teoria dos contratos e poder gerencial, procurando destacar como os elementos desses aportes podem ser utilizados na compreensão da remuneração de executivos. Realizam-se, ainda, considerações acerca da literatura internacional e nacional que abordou esta temática. O terceiro capítulo expõe a metodologia utilizada na pesquisa. O quarto contém a análise descritiva e econométrica dos resultados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 REMUNERAÇÃO E TEORIA DA AGÊNCIA

No contexto das empresas S.A., a separação entre aqueles que detêm o poder do capital e aqueles encarregados de administrar a riqueza tem despertado, cada vez mais, interesse da agenda teórica e gerencial, especialmente por se configurar como um problema para o desempenho dessas entidades. É preciso ressaltar, entretanto, que os estudos sobre esse conflito não são recentes. Smith (2003), em “A riqueza das nações”, já alertava para o fato de que a probabilidade de os diretores cuidarem com tamanho zelo do dinheiro alheio é reduzida, o que fomenta o conflito de interesses entre as partes.

A existência desse conflito, identificada por Smith ainda no século XVIII, serviu de base para o desenvolvimento de outros estudos e culminou com a emergência da teoria da agência. Destaca-se, nesse sentido, o trabalho de Berle e Means (1932), que destinam suas atenções para a separação entre propriedade e controle nas companhias por ações norte-americanas.

Além de Berle e Means (1932), outros estudos podem ser mencionados, entre os quais, os de Wilson (1968), Ross (1973) e Heckerman (1975). Utilizando a perspectiva dos sindicatos, Wilson (1968) analisa as decisões tomadas em conjunto que deverão resultar em recompensas gerais, em um contexto de incerteza, em que cada indivíduo possui diferentes percepções e interesses acerca de fatores que influenciarão essas recompensas.

Por sua vez, Ross (1973) foi um dos primeiros autores a introduzir o conceito de relação de agência, concebendo-a como a designação, por parte de atores interessados, de indivíduos que deverão atuar ou representar esses atores em um cenário de tomada de decisões. Nesse processo de interação social, emerge, segundo o autor, o problema do risco moral, relacionado à assimetria de informações, que dificulta o fato de se verificar que tais representantes estão adotando ações em linha com os interesses daqueles que os designaram. O autor conclui, ainda, que a solução para o risco moral passaria por formas diferenciadas de remuneração.

Seguindo essa linha de raciocínio, Heckerman (1975) alude sobre a implementação de contratos de remuneração como mecanismos de motivação dos agentes, no sentido de que esses atuem em prol dos objetivos dos acionistas e busquem as melhores oportunidades de investimentos.

No entanto, foi por meio do estudo de Jensen e Meckling (1976) que a ideia da teoria da agência ganhou notoriedade. Os autores definem uma relação de agência como uma relação contratual na qual uma pessoa (principal) delega o poder de decisão a outra pessoa (agente).

Ademais, destacam que, dada a maximização da utilidade das duas partes, o agente nem sempre atua de acordo com os interesses do principal, o que resulta em uma diminuição de valor da companhia e, assim, caracteriza o problema de agência.

Tratando-se dos problemas de agência, Eisenhardt (1989) identifica dois principais. O primeiro consiste quando ocorrem divergências entre os objetivos do principal e o agente. Nesse caso, tem-se que o principal incorre em custos e em dificuldades para monitorar as ações do agente, dada a capacidade dos executivos de gerenciarem resultados. O segundo refere-se aos diferentes comportamentos em relação ao risco, isto é, quando o principal e o agente, dadas as suas preferências ao risco (mais propício ou menos propício ao risco), possuem percepções distintas de um fato.

Com base em Byrd, Parrino e Pritsch (1998), podem-se destacar quatro fatores principais causadores dos conflitos entre principal e agente. O primeiro está relacionado à falta de esforço, em que os agentes assalariados tendem a agir pautados nos seus interesses pessoais. O segundo problema refere-se ao horizonte de tempo, no qual acionistas enxergam o valor da empresa a longo prazo, enquanto os agentes apenas a curto prazo, durante o tempo que estiverem empregados.

O terceiro alinha-se ao segundo problema de agência proposto por Eisenhardt (1989), que trata das diferentes preferências pelo risco entre principal e agente, o que pode acarretar ganhos individuais em detrimento de perdas de um dos envolvidos. Por fim, tem-se o problema da utilização dos ativos, no qual os gestores, por interesses pessoais, podem não administrar da forma correta os ativos da empresa.

Outro problema de agência diz respeito a relação entre controle e propriedade nos países não anglo-saxões, nos quais o controle está concentrado em um acionista ou em um reduzido número de acionistas, o que acarreta conflitos entre os acionistas minoritários e o controlador (BARONTINI; BOZZI, 2011).

É nesse contexto que emergem os custos de agência. Conforme destacam Jensen e Meckling (1976), para mitigar os efeitos decorrentes dos conflitos entre o principal e o agente, os primeiros proporcionam incentivos para os gestores, bem como incorrem em custos de monitoramento das ações dos agentes. Nesse sentido, os autores definem os custos de agência como o somatório das despesas de monitoramento por parte do principal, das despesas com a concessão de garantias contratuais por parte do agente e do custo residual. Os autores chamam atenção para o fato de que tais esforços são imprescindíveis, visto ser impossível, em uma relação de agência, atingir uma sinergia de interesses a custo zero.

Na presença desses custos, Eisenhardt (1989) entende que a teoria da agência apresenta dois conceitos que contribuem para o campo organizacional. O primeiro consiste no tratamento das assimetrias de informações, de modo que elas passam a ser uma mercadoria e podem ser compradas, com vistas a combater o oportunismo nas entidades. O segundo diz respeito à implicação de riscos, à medida que a teoria da agência fornece mecanismos para que as entidades atrelem seus resultados incertos à criação do risco.

Nesse aspecto, a remuneração de executivos tem sido enaltecida como um dos principais mecanismos para promover uma convergência entre os interesses do principal e do agente (GAREN, 1994; AGGARWAL; SAMWICK, 1999; KYRICOU; MASE, 2006; HARRIS, 2009). Subjacente a essa ideia está a busca por pacotes de remuneração que atrelem as compensações dos executivos aos seus desempenhos (DITTMANN; MAUG, 2007).

Dependendo da estrutura de compensação estabelecida, a remuneração pode motivar funcionários, atrair executivos com maior capacidade de processar informações e de fazer uso de importantes mecanismos gerenciais, empreendedores e menos avessos ao risco (VANDERGRIFT; BROWN, 2005; YASSER; MAMUN; SURIYA, 2014), além de reter os funcionários na empresa (HALL; MURPHY, 2002, 2003).

Torna-se relevante frisar que a decisão sobre a estrutura de compensação é determinada pelo Conselho de Administração. Assim, Conselhos com maior independência (NTIM *et al.*, 2017), que possuem comitês para elaboração da política de remuneração (LAUX; LAUX, 2009) e que compartilham seus membros com outras companhias, com vistas a estabelecer relações e trocas de informações (STUART; YIM, 2010), podem contribuir com a melhor forma de remuneração, reduzir o problema de agência e promover um maior alinhamento de interesses. Nessa perspectiva, outro aspecto relacionado ao Conselho refere-se à quantidade de membros, que tem impacto no processo de monitoramento e na convergência de decisões.

A quantidade de membros da diretoria executiva também apresenta impacto no monitoramento, especialmente em situações nas quais a diretoria é grande, tornando-se difícil o controle das ações, bem como a promoção do alinhamento de interesses. Esse problema de agência pode ser reduzido pela participação acionária dos executivos, apresentando incentivos para que esses agentes atuem em prol do aumento do valor da firma (NULLA, 2013; LIN; LIN, 2014; ABED; SUWAIDAN; SLIMANI, 2014).

2.2 REMUNERAÇÃO E ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA

Fama e Jensen (1983), ao conceberem as firmas como um complexo de contratos – sejam escritos ou não – entre aqueles que possuem os direitos sobre os fatores de produção e os clientes, sugerem que conflitos emergem em razão da presença de custos na elaboração e na execução desses contratos. Na literatura, a explicação desses custos pode ser encontrada na Nova Economia Institucional (NEI), que introduz o conceito de custos de transação a partir do trabalho de Coase (1937).

Nesse estudo, o autor procurou apresentar uma visão alternativa da coordenação das atividades econômicas, materializada, até então, pelo pensamento hegemônico de que esse movimento seria conduzido apenas pelos mecanismos de preços. Coase (1937) adverte que essa coordenação via mercado suscita custos de transação, em especial, aqueles relacionados ao acesso de informações e ao processo de negociação e de consolidação de um contrato. É nesse contexto que o autor chama a atenção para o modelo alternativo, pautado na estrutura hierárquica, em que decisões gerenciais seriam internalizadas pelas firmas, o que reduziria os custos de transação.

A noção de custos de transação pode ser mais bem compreendida a partir de Williamson (1985, 1992, 1998, 2010). Nesses estudos, o autor define uma transação como o processo pelo qual são transferidos bens ou serviços sob a égide de estágios tecnologicamente distintos, de modo que, no âmbito dessas transferências, deve-se considerar a existência de custos de transação.

Em uma perspectiva diferente, Eggertsson (1990, 2013) associa o conceito de custos de transação aos direitos de propriedade, considerando que qualquer transação envolve, necessariamente, a transferência de direitos de propriedade sobre um bem. Aqui, novamente, os custos de transação estão relacionados a essa passagem, na qual a aquisição, a proteção e a própria transferência dos direitos de propriedade determinam os custos de transação.

Para Williamson (1985), pode-se dividir os custos de transação em *ex ante* ou *ex post*. Os primeiros estão relacionados aos processos de negociar, redigir e garantir as bases de um contrato. Os segundos compreendem aqueles de execução, monitoramento e ajustes dos acordos.

Quanto aos determinantes dos custos de transação, muitos dos trabalhos de Williamson (1975, 1981, 1985, 1998, 2002, 2010) fazem referência a dois pressupostos comportamentais: (i) racionalidade limitada; e (ii) oportunismo. Ao longo desses estudos, o autor também destaca os atributos de uma transação, como complexidade e incerteza.

Tomando como referência Simon (1957), Williamson (2010) destaca que o pressuposto da racionalidade limitada concentra-se em demonstrar que os indivíduos sofrem importantes limitações (cognitivas, informacionais) na tomada de decisão, em que pese algum grau de intenção em agir racionalmente.

No entanto, Fiani (2016) adverte que a racionalidade limitada só pode ser considerada um problema relevante, no âmbito dos custos de transação, na presença dos atributos da complexidade e incerteza. Por um lado, em situações de complexidade, Williamson (1975) chama a atenção para as dificuldades de especificar todas as alternativas e possíveis consequências na tomada de decisão, acarretando no aparecimento de custos de transação no estabelecimento dos contratos.

Em ambientes incertos, nos quais existe o desconhecimento sobre a probabilidade de ocorrência de um determinado fenômeno, três problemas podem afetar os custos de transação, de acordo com Williamson (1979): (i) dificuldades de prever eventos futuros para que possíveis ajustes nos contratos sejam antecipados; (ii) em função dessas dificuldades, os ajustes só poderão ser realizados a partir da concretização das circunstâncias; e (iii) diante desse contexto, podem ser gerados conflitos entre as partes contratantes, a partir do momento em que há maior conhecimento dos eventos e, portanto, reivindicações ocorram nos termos contratuais.

Em conjunto, racionalidade limitada e a presença da complexidade e incerteza fomentam ações oportunistas (FIANI, 2016), entendidas, por Williamson (1973, 1985), como estratégias utilizadas pelos indivíduos com o objetivo de preservar seus interesses.

Dado um ambiente no qual esses aspectos, em conjunto, determinam a existência de custos de transação, faz-se necessária a criação de arcabouços capazes de promover maior cooperação entre os indivíduos com vistas à execução dos contratos. Na NEI, esses arcabouços são denominados de estruturas de governança, definidas por Williamson (1979, p. 239) como *“the institutional matrix within transactions are negotiated and executed”*.

As estruturas de governança constituem, portanto, instituições, um conjunto de regras formais (leis, constituições) e informais (normas de comportamento, convenções) que regulam a interação humana (NORTH, 1994). Em síntese, essas instituições buscam inibir ações oportunistas, oferecer padrões de regularidade nos comportamentos e incentivos para reduzir os custos de transação. Nas companhias de capital aberto, essas estruturas de governança contemplam a noção de governança corporativa, isto é, mecanismos internos e externos capazes de alinhar os interesses com vistas à geração de valor para empresa (SILVEIRA, 2010).

Apreende-se que, nessas organizações, potencialmente sujeitas à presença de elementos como racionalidade limitada, complexidade, incerteza e ações oportunistas, a relação contratual

estabelecida entre o principal e o agente apresenta uma tendência para elevados custos de transação. Nesse contexto, têm-se os mecanismos da governança corporativa, como os sistemas de remunerações dos executivos (SILVEIRA, 2010), que podem atenuar tais custos, favorecer o cumprimento dos contratos e a convergência de interesses.

O desafio passa, no entanto, por utilizar da melhor forma a estrutura de remunerações com vistas à construção de contratos ótimos, como sugerem Holmström e Hart (2016). Os autores concluem que: (i) nem sempre se deve atrelar a remuneração dos executivos ao desempenho das empresas, uma vez que a *performance* da empresa pode ter sido afetada, positiva ou negativamente, por condicionantes externos e não pelo esforço dos agentes, de modo que a comparação com outras firmas pode tornar-se uma medida de avaliação mais razoável; e (ii) na presença da incerteza, a utilização de remunerações fixas se torna mais apropriada.

Na busca pela elaboração de contratos ótimos de remuneração, entende-se que um Conselho de Administração com maior número de membros independentes pode exercer maior grau de monitoramento das ações e combater remunerações excessivas (FOCKE; MAUG; NIESSEN-RUENZI, 2017; JAISWALL; BHATTACHARYYA, 2016).

Além da independência do Conselho, outro importante mecanismo de governança corporativa diz respeito ao tamanho desse Conselho (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; MATOLCSY; SHAN; SEETHAMRAJU, 2012), no sentido de que um Conselho com número reduzido de membros pode tornar as ações menos dispersas e promover maior monitoramento dos agentes *vis-à-vis* a presença do oportunismo.

Por sua vez, o Comitê de Remuneração, ao estabelecer regras e analisar com maior propriedade as remunerações dos executivos, pode proporcionar compensações mais alinhadas com o desempenho organizacional (SILVA; CHIEN, 2013).

2.3 REMUNERAÇÃO E A ABORDAGEM DO PODER GERENCIAL

Os referenciais até aqui apresentados abordam a remuneração de executivos como um instrumento de redução dos problemas de agência, por um lado, e, por outro lado, como uma estrutura de governança apropriada para reduzir os custos de transação e tornar os contratos mais completos. No entanto, a abordagem do poder gerencial acredita que a remuneração dos executivos pode não atingir esses objetivos, resultando, inclusive, em conflitos de interesses (BEBCHUK; FIRED, 2003).

No contexto das sociedades por ações, o poder gerencial pode ser entendido como a capacidade dos agentes de exercerem influências sobre as decisões do Conselho de Administração (FINKELSTEIN, 1992). Essa influência pode derivar, por exemplo, da existência de membros da diretoria que possuem grau de parentesco com membros do Conselho de Administração (BEBCHUK; CREMERS; PEYER, 2011), bem como da existência de algum membro da diretoria que é o fundador da empresa ou é um membro da família (ADAMS; ALMEIDA; FERREIRA, 2005; CHENG; LI; WEI, 2015; CHUNG; JUDGE; LI, 2015). Em todas as situações, há possibilidade de influência nos planos de remuneração que serão definidos para os executivos. Desse modo, quanto maior o poder gerencial dos agentes, maior sua ingerência nesses contratos (BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2002).

Finkelstein (1992) identifica quatro dimensões do poder relacionadas aos executivos. A primeira é a estrutural, que está ligada à própria estrutura organizacional da empresa, de modo que aqueles gestores responsáveis por um maior número de atividades são detentores de maiores informações, com maior poder sobre as decisões. Esta dimensão também pode estar associada ao número de segmentos de negócios da empresa, indicando maior complexidade dos negócios, proporcionando maiores informações aos gestores (MATOLCSY; SHAN; SEETHAMRAJU, 2012; JAISWALL; BHATTACHARYYA, 2016; MAZUR; SALGANIK-SHOSHAN, 2016).

A segunda é a de propriedade, condizente com a posição dos executivos no âmbito da firma. Relaciona-se, por exemplo, a participação acionária do CEO (*Chief Executive Officer*) (NULLA, 2013; LIN; LIN, 2014; ABED; SUWAIDAN; SLIMANI, 2014), bem como a ligação dos executivos com o fundador da empresa ou que são fundadores da empresa (BEBCHUK; CREMERS; PEYER, 2011). De acordo com Finkelstein (1992), essas posições resultam em uma fonte de controle sobre as decisões do Conselho de Administração.

Uma terceira dimensão refere-se ao poder especializado, consistente com os atributos pessoais, como gênero (LIANG; RENNEBOOG; SUN, 2015), formação acadêmica (GHOSH, 2006; BEBCHUK; FRIED, 2003) e idade (LIN; KUO; WANG, 2013; LIANG; RENNEBOOG; SUN, 2015), dos gestores que os capacitam a formular estratégias operacionais capazes de resultar em maior sucesso para a organização.

Por fim, Finkelstein (1992) trata do poder de prestígio, ligado à reputação do CEO em relação ao ambiente institucional. Essa dimensão pode atrair maiores benefícios para a entidade e, por outro lado, pode aumentar a legitimidade do CEO na empresa. Como fontes desse prestígio, pode-se mencionar o tempo que o executivo exerce a função na empresa (ABED; SUWAIDAN; SLIMANI, 2014; JAISWALL; BHATTACHARYYA, 2016), idade do

executivo (NULLA, 2013; ABED; SUWAIDAN; SLIMANI, 2014) e o nível de qualificação educacional (LIANG; RENNEBOOG; SUN, 2015).

Bebchuk e Fried (2003) apontam que não há nada que garanta que os membros do Conselho de Administração atuem de acordo com os interesses dos acionistas, especialmente quando o Conselho é grande ou quando existe a dualidade do CEO (ESSEN; OTTEN; CARBERRY, 2015). Essas características dificultam a capacidade do Conselho de atuar na governança entre gestores e acionistas, de modo que os executivos, utilizando seu poder gerencial, podem praticar remunerações excessivas (BEBCHUK; CREMERS; PEYER, 2011).

Outro fator que merece ser mencionado refere-se às empresas nas quais as estruturas de governança não conseguem restringir o uso do poder, influência e liberdade de monitoramento por parte dos executivos, para atingir maiores níveis de remuneração ou reduzir seus esforços, o que resulta em uma relação negativa entre remuneração e desempenho (NEWTON, 2015).

2.4 O ESTADO DA ARTE DA REMUNERAÇÃO DE EXECUTIVOS

Na literatura internacional, podem ser mencionados diversos estudos que procuraram identificar os aspectos que explicam a remuneração dos executivos. Ghosh (2006), por exemplo, examinou o efeito de possíveis fatores que influenciaram a compensação dos executivos na Índia entre 1997-2002, utilizando salário, comissão e outros benefícios. Os resultados apontaram que as remunerações dos executivos dependem de aspectos como desempenho anterior e atual da empresa (ROA - *Return on Assets*), dualidade do CEO, relação do CEO com o fundador da firma, nível educacional do executivo, experiência do CEO na firma e idade da empresa.

Lee e Chen (2011) analisaram a relação entre remuneração dos executivos, propriedade e valor da firma, tomando como referência o mercado de Taiwan no período 1995-2004. Tendo como foco a remuneração total (salário e bônus), encontrou-se que Q de Tobin, participação acionária, tamanho da firma, da diretoria e ROA possuem relação significativa e positiva. Apesar da significância, a idade da firma apresentou uma relação negativa.

Nulla (2013) buscou compreender a relação entre remuneração de executivos e o poder gerencial nas companhias listadas NYSE (*New York Stock Exchange*) no período 2005-2010. O autor dividiu a análise entre salário e bônus. Na primeira forma, encontrou uma correlação positiva com a idade dos executivos e uma correlação negativa com participação acionária dos executivos, tempo de atuação do executivo na firma e rotatividade do CEO. Em relação ao

bônus, encontrou uma correlação negativa com idade dos executivos, participação acionária e o tempo de atuação do executivo na firma, e positiva com a rotatividade do CEO.

Abed, Suwaidan e Slimani (2014), analisando o caso da Jordânia, investigaram os principais aspectos que afetaram a remuneração de executivos no período 2005-2010. Utilizando a remuneração total como variável dependente (salário e bônus), os autores encontraram uma relação significativa e positiva para o tempo de experiência dos executivos nas firmas, dualidade e tamanho da firma. Por outro lado, identificaram uma relação negativa com a idade da firma e dos executivos.

Wong, Gygax e Wang (2015) investigaram se a presença de conselheiros em mais de um Conselho exerceu influência sobre os pacotes de remuneração em companhias abertas norte-americanas no período 2007-2010, utilizando remuneração fixa (salário e outros tipos de pacotes), bônus e *stock options*. Evidências apontaram que esse fato afetou as remunerações nas formas pelas quais foram compostas, principalmente no caso dos planos de remuneração baseados em ações.

Sridhar e Kumar (2015) identificaram os aspectos que influenciaram a composição das remunerações dos executivos de empresas indianas entre os períodos 2005-2006 e 2012-2013, utilizando a remuneração total. De acordo com os autores, apenas Q de Tobin e a dualidade do CEO se mostraram estatisticamente significantes, com sinal positivo.

Chung, Judge e Li (2015) objetivaram analisar o efeito do excesso de remuneração dos executivos sobre o valor das empresas de Taiwan, caracterizadas por relações de proximidade entre os membros do Conselho e da diretoria, entre 2005-2009, utilizando a remuneração total. Os resultados identificaram uma relação negativa entre o excesso de remuneração dos executivos e a dualidade do CEO, e uma relação positiva entre o excesso de remuneração e Q de Tobin, ROA – ambos do ano anterior –, além do fato do executivo ser fundador ou membro da família do fundador.

Liang, Renneboog e Sun (2015) analisaram os determinantes da remuneração dos executivos das empresas chinesas entre 2001-2011, também utilizando a remuneração total. Os achados apontaram que as variáveis ROA, Q de Tobin, tamanho da empresa e da diretoria, comitê de remuneração e dualidade do CEO apresentaram uma relação positiva com a remuneração, ao passo que a independência do Conselho apresentou uma relação negativa.

Focke, Maug e Niessen-Ruenzi (2017) verificaram a relação entre a remuneração total e a reputação da firma, para as empresas norte-americanas no período 1992-2010. Os autores identificaram relações estatisticamente significantes e negativas para o tamanho da empresa,

market-to-book e participação acionária dos executivos. Em relação ao objetivo geral, encontrou-se uma relação inversa entre a remuneração e a reputação da firma.

Jaiswall e Bhattacharyya (2016) examinaram o papel do Conselho, da propriedade e das características dos executivos sobre a remuneração total desses agentes em firmas indianas no período 2002-2013. Os autores encontraram que a remuneração está associada positivamente à independência do Conselho, ao *interlocking*, experiência dos executivos, dualidade do CEO, ROA, *market-to-book* e tamanho da firma. Além disso, encontraram uma relação negativa com a idade da firma.

Benkraiem *et al.* (2017) investigaram o efeito conjunto do gênero e da independência do Conselho sobre a remuneração de executivos nas companhias listadas na *Paris Stock Exchange* (Bolsa de Valores de Paris), entre 2008-2012. Os autores dividiram a análise entre remuneração total, remuneração variável e remuneração fixa. Nas duas primeiras, observou-se uma relação significativa e positiva para tamanho do Conselho, independência do Conselho, participação acionária dos executivos e tamanho da empresa, enquanto a presença de mulheres na diretoria apresentou uma relação negativa à remuneração do executivo. No caso da remuneração fixa, identificou-se uma relação positiva e significativa para tamanho do Conselho, independência e participação acionária dos executivos.

No que tange à literatura nacional, estudos como o Beuren, Moura e Theis (2016) buscaram identificar os fatores que afetaram o nível de remuneração dos executivos em empresas brasileiras que realizaram combinação de negócios, tais como fusões, aquisições, incorporações e reestruturações. As variáveis tamanho da empresa, desempenho e concentração de capital mostraram-se estatisticamente significantes. No entanto, apenas as duas primeiras apresentaram relação positiva.

Correia, Amaral e Louvet (2014) investigaram os determinantes da remuneração dos dirigentes de empresas com ações negociadas na BM&FBovespa. As variáveis que mensuram a independência do conselho, maior participação de investidores institucionais no capital e tamanho da empresa mostraram-se estatisticamente significantes. Nesse contexto, os autores concluíram que a remuneração dos administradores é, em parte, explicada pelos instrumentos de governança relativos ao Conselho de Administração e à estrutura de propriedade.

Já Cunha, Vogt e Degenhart (2016) analisaram os atributos da governança corporativa que afetaram as remunerações dos diretores executivos. Encontrou-se significância estatística positiva com as variáveis tamanho da empresa e ROA, e negativa com a participação acionária dos diretores e o tamanho do Conselho de Administração.

Cumpra enfatizar que todos esses estudos, além dos aportes teóricos utilizados, serviram de base para a seleção de variáveis deste estudo, que são especificadas a seguir, juntamente com a base de dados e os modelos econométricos.

Quadro 1 - Resumo dos principais estudos empíricos acerca da remuneração de executivos

Autores/Ano	Objetivo	Variáveis Dependentes	Resultados
Ghosh (2006)	Examinou o efeito de possíveis fatores que influenciaram a compensação dos executivos na Índia entre 1997-2002.	Salário; Comissão; Outros benefícios	Encontrou-se relação positiva de aspectos como desempenho anterior e atual da empresa (ROA), dualidade do CEO, relação do CEO com o fundador da firma, nível educacional do executivo, experiência do CEO na firma e idade da empresa.
Lee e Chen (2011)	Analysaram a relação entre remuneração dos executivos, propriedade e valor da firma, tomando como referência o mercado de Taiwan no período 1995-2004.	Remuneração total	Encontrou-se relação positiva entre Q de Tobin, participação acionária, tamanho da firma e da diretoria e ROA, e relação negativa com a variável idade da firma.
Nulla (2013)	Buscou compreender a relação entre remuneração de executivos e o poder gerencial nas companhias listadas NYSE no período 2005-2010.	Salário; Bônus	Em relação ao Salário, encontrou-se uma correlação positiva com a idade dos executivos, e uma correlação negativa com participação acionária dos executivos, tempo de atuação do executivo na firma e rotatividade do CEO. Em relação ao bônus, encontrou-se uma correlação negativa com idade dos executivos, participação acionária e tempo de atuação do executivo na firma, e positiva com a rotatividade do CEO.
Abed, Suwaidan e Slimani (2014)	Investigaram os principais aspectos que afetaram a remuneração de executivos no período 2005-2010, nas empresas da Jordânia.	Remuneração total	Encontrou-se uma relação significativa e positiva para o tempo de experiência dos executivos nas firmas, dualidade do CEO e tamanho da firma. Por outro lado, identificaram uma relação negativa com a idade da firma e dos executivos.
Wong, Gyax e Wang (2015)	Investigaram se a presença de conselheiros em mais de um Conselho exerceu influência sobre os pacotes de remuneração em companhias abertas norte-americanas no período 2007-2010,	Remuneração fixa; Bônus; <i>Stock options</i>	Encontrou-se que o <i>board interlocking</i> afetou as remunerações nas formas pelas quais são compostas, principalmente no caso dos planos de remuneração baseados em ações.
Sridhar e Kumar (2015)	Identificaram os aspectos que influenciaram a composição da remuneração dos executivos de empresas indianas entre os períodos 2005-2006 e 2012-2013.	Remuneração total	Os resultados mostraram uma relação positiva com Q de Tobin e a dualidade do CEO.

Chung, Judge e Li (2015)	Objetivaram analisar o efeito do excesso de remuneração dos executivos sobre o valor das empresas de Taiwan, caracterizadas por relações de proximidade entre os membros do Conselho e da diretoria, entre 2005-2009.	Remuneração total	Os resultados identificaram uma relação negativa entre o excesso de remuneração dos executivos e a dualidade do CEO, e uma relação positiva entre o excesso de remuneração e Q de Tobin e ROA – ambos do ano anterior –, além do fato do executivo ser fundador ou membro da família do fundador.
Liang, Renneboog e Sun (2015)	Analisaram os determinantes das remunerações dos executivos das empresas chinesas entre 2001-2011.	Remuneração total	Encontrou-se uma relação positiva com as variáveis ROA, Q de Tobin, tamanho da empresa e da diretoria, comitê de remuneração, dualidade do CEO e uma relação negativa com a variável independência do Conselho.
Jaiswall e Bhattacharyya (2016)	Examinaram o papel do Conselho, da propriedade e das características dos executivos sobre a remuneração desses agentes em firmas indianas no período 2002-2013.	Remuneração total	Encontrou-se uma relação positiva com independência do Conselho, o fato dos conselheiros ocuparem posições em outros Conselhos, experiência dos executivos, dualidade do CEO, ROA, <i>Market-to-book</i> e tamanho da firma. Além disso, foi encontrada uma relação negativa com a idade da firma.
Focke, Maug e Niessen-Ruenzi (2017)	Verificaram a relação entre a remuneração dos executivos e a reputação da firma para as empresas norte-americanas no período 1992-2010.	Remuneração total	Mostraram-se estatisticamente significantes e com relação negativa o tamanho da empresa, <i>market-to-book</i> e participação acionária dos executivos.
Benkraiem <i>et al.</i> (2017)	Investigaram o efeito conjunto do gênero e da independência do Conselho sobre a remuneração de executivos nas companhias listadas na <i>Paris Stock Exchange</i> , entre 2008-2012.	Remuneração total; Remuneração variável; Remuneração fixa	Em relação a rem. total e variável, encontrou-se uma relação positiva para tamanho do Conselho, independência do Conselho, participação acionária dos executivos e tamanho da empresa, enquanto a presença de mulheres na diretoria apresentou uma relação negativa. No caso da remuneração fixa, identificou-se uma relação positiva para tamanho do Conselho, independência e participação acionária dos executivos.
Correia, Amaral e Louvet (2014)	Investigaram os determinantes da remuneração dos dirigentes de empresas com ações negociadas na BM&FBovespa.	Valor agregado da Remuneração total	Encontrou-se uma relação estatisticamente significativa para as variáveis independência do conselho, maior participação de investidores institucionais no capital e tamanho da empresa
Beuren, Moura e Theis (2016)	Identificaram os fatores que afetaram o nível de remuneração dos executivos em empresas brasileiras que realizaram combinação de negócios.	Remuneração total	As variáveis tamanho da empresa, desempenho e concentração de capital mostraram-se estatisticamente significantes. No entanto, apenas as duas primeiras apresentaram relação positiva.
Cunha, Vogt e Degenhart (2016)	Analisaram os atributos de governança corporativa que afetaram as remunerações dos diretores executivos.	Remuneração total	Encontrou-se significância estatística positiva com as variáveis tamanho da empresa e ROA, e negativa com a participação acionária dos diretores e o tamanho do Conselho de Administração.

Fonte: Elaboração própria.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para investigar os principais aspectos que influenciaram a composição da remuneração dos executivos das empresas listadas na [B]³, este estudo caracteriza-se como pesquisa descritiva quanto ao objetivo, bibliográfica e documental em relação aos procedimentos e como pesquisa quantitativa quanto à abordagem do problema. Partindo-se dessa classificação geral da pesquisa, apresenta-se, a seguir, a coleta de dados e os modelos econométricos que foram estimados, trazendo as devidas especificações das variáveis utilizadas e os seus sinais esperados.

3.1 COLETA DE DADOS

Para o levantamento e análise das variáveis, foram coletados dados de remuneração dos executivos, bem como os referentes ao Conselho de Administração, à diretoria e à firma, presentes nos formulários de referências, disponíveis no sítio eletrônico da CVM (Comissão de Valores Mobiliários). Além desses, foram coletados dados referentes ao desempenho econômico-financeiro das firmas, obtidos a partir da base de dados Bloomberg®, e ao Índice Geral de Preços do Mercado (IGPM), obtidos no sítio eletrônico do Banco Central.

O universo da pesquisa é composto por todas as companhias de capital aberto listadas na [B]³, totalizando 333 companhias. Desse total, foram excluídas aquelas ligadas ao segmento financeiro, por possuírem características específicas e atividades distintas das demais, bem como aquelas que não apresentaram todos os dados necessários para a realização da pesquisa, o que totalizou 171 empresas. Sendo assim, a amostra final do estudo compreendeu 162 companhias.

A coleta abrangeu o período 2010-2016, espaço-temporal que contempla desde o ano inicial das obrigatoriedades da divulgação dos dados de remuneração presentes nos formulários de referência e da adoção das normas internacionais de contabilidade por parte das empresas. Deve-se ressaltar que, dada a necessidade de defasar algumas variáveis – isso com base em evidências na literatura que sugerem que as remunerações dos executivos são influenciadas pelo resultado anterior –, a análise residiu no período 2011-2016. Com base nessas considerações, abordam-se, a seguir, os modelos econométricos que foram utilizados no estudo.

3.2 MODELOS ECONOMETRICOS

Considerando a possibilidade de que as remunerações dos executivos apresentem problema de endogeneidade com a variável independente desempenho (FRYDMAN; JENTER, 2010), estimou-se uma regressão auxiliar das variáveis explicativas em relação ao erro do modelo. Destaque-se que não foram encontradas evidências significativas, o que afasta a necessidade da utilização de modelos endógenos.

Estimou-se, em seguida, o modelo OLS (*Ordinary Least Squares*) disposto em dados em painel não-balanceado de efeitos aleatórios para as variáveis dependentes (salário, bônus, PRL). Justifica-se a escolha pelo painel não-balanceado em virtude de empresas que não apresentaram informações necessárias em algum ano do período analisado, optando-se assim por não retirá-las da amostra. Já a opção pela estrutura econométrica de painéis por efeitos aleatórios se deu por um conjunto de questões: (i) pela existência de variáveis *dummies* sem variabilidade entre os *cross-sections*, o que levaria a uma dificuldade com modelo de efeitos fixos; e (ii) a não evidência de endogeneidade viabiliza a implementação da classe de modelos de efeitos aleatórios.

As variáveis de remuneração foram deflacionadas pelo IGPM, de forma a evitar efeitos inflacionários. Além disso, essas variáveis apresentaram elevada amplitude remuneratória, fazendo com que fosse realizado o quociente entre a remuneração e o número de membros da diretoria, além da logaritimização para linearização das relações. Assim, os modelos tiveram como variáveis dependentes o log da remuneração (salário, bônus, PRL) média.

Com a evidência de heterocedasticidade nos painéis dos dados, necessitou-se de implementar uma estratégia que pudesse lidar com a estrutura da variância. Nesse ponto, a literatura sugere utilizar um modelo OLS com correção de White (erros-padrão robustos de White-Huber), nos casos em que não se conhece o verdadeiro modelo da heterocedasticidade, ou um WLS (*Weighted Least Square*), nos casos em que se conhece a estrutura da heterocedasticidade.

Embora grande parte das aplicações econométricas utilize a correção de White-Huber, as estimativas dos parâmetros, em que pesem serem não-enviesados, são ineficientes. Sob tal perspectiva, Hoffman e Viera (1998) afirmam que o WLS é o mais adequado para estimativa dos parâmetros do modelo de regressão, pois fornece estimadores não tendenciosos e de mínima variância.

Em um primeiro ensaio, estimaram-se os coeficientes e o erro padrão das variáveis reportadas pelo modelo OLS padrão e com correção de White-Huber. Dada a baixa

significância para estimativas de variáveis – notadamente com forte endosso teórico e comprovado empiricamente por investigações anteriores a exemplo de Cunha, Vogt e Degenhart (2016), Benkraiem *et al.* (2017) e Focke, Maug e Niessen-Ruenzi (2017) –, reestimou-se o modelo a partir de uma estrutura FGLS (*Feasible Generalized Least Square*), conforme sinalizado em Canarella e Gasparyan (2008).

O estimador FGLS é um estimador de WLS, mas, ao contrário do modelo WLS, que exige o conhecimento da forma exata da heterocedasticidade (não óbvia na maioria dos casos), no modelo FGLS é possível modelar a função dos pesos (\hat{w}_t) e utilizar os dados para estimar os parâmetros desconhecidos. O uso de (\hat{w}_t) na transformação GLS produz o estimador de FGLS.

Para usar o estimador FGLS, especificou-se um modelo razoavelmente flexível, na forma:

$$\text{Var}(u|x) = \sigma^2 \exp(\delta_0 + \delta_1 x_1 + \delta_2 x_2 + \dots + \delta_k x_k)$$

É utilizada função exponencial porque modelos lineares não asseguram que os valores previstos sejam positivos, e as variâncias estimadas devem ser positivas para usar o WLS.

Para estimar os parâmetros δ_i é preciso transformar a equação anterior em uma forma linear para ser estimada por OLS:

$$\hat{h} = \log(u^2) = \alpha_0 + \delta_1 x_1 + \delta_2 x_2 + \dots + \delta_k x_k + e$$

A partir da estimativa de \hat{h} , especifica-se o peso w_t pela sua inversa:

$$w_t = 1/\hat{h}$$

Do modelo transformado, aplica-se o peso:

$$w_t Y_{i,t} = w_t \beta_1 + \beta_2 (w_t X_{i,t1}) + \beta_3 (w_t X_{i,t2}) + \dots + \beta_n (w_t X_{i,tn}) + w_t \mu_t$$

O modelo transformado é obtido pela multiplicação de cada lado da equação pelo peso apropriado, w_t . O modelo transformado tem variância constante 1 e, portanto, um termo de erro homocedástico.

Entretanto, há evidências de subestimação dos erros-padrão no modelo FGLS (GREENE, 2010; BALTAGI, 2013). Nesse sentido, estimou-se o modelo PCSE (*Panel Corrected Standard Errors*), originalmente desenvolvido por Beck e Katz como mecanismo de robustez do modelo FGLS (1995). Esse método consiste em uma correção dos erros do modelo de regressão.

Embora o modelo PCSE permita o controle para a autocorrelação serial, no painel tratado nesta pesquisa, por apresentar $T < N$ e ter estrutura não-balanceada, empregou-se apenas o controle para a heterocedasticidade. Em que pese algum debate na literatura sobre modelos de dados em painel, há uma convergência no “*mainstream*” econométrico em testar modelos distintos de forma a ponderar sobre a validade dos modelos. Esse procedimento procura verificar a robustez da análise, além de permitir compreender o que acontece com os dados. Desse procedimento, se os resultados são convergentes, tem-se indício inequívoco de robustez de análise.

Vale destacar, por fim, que, para a variável dependente binária que precifica a remuneração com planos de remuneração por opções de compra (*employee stock options plan*), estimou-se um modelo painel-logit.

Ademais, realizou-se a análise das correlações existentes entre as variáveis com o objetivo de verificar a existência de multicolinearidade. Conforme o Anexo A, não foi encontrada evidência de correlação forte.

Com o intuito de observar a influência das variáveis independentes com os diferentes tipos de remuneração, foram estimados os seguintes modelos econométricos:

$$\begin{aligned}
 RF_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AgeFirm_{it} + \beta_2 QTobin_{it} + \beta_3 QTobin_{it-1} + \beta_4 MTB_{it} \\
 & + \beta_5 MTB_{it-1} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROA_{it-1} + \beta_8 Geren_{it} \\
 & + \beta_9 Geren_{it-1} + \beta_{10} TamFirm_{it} + \beta_{11} GovCorp_{it} + \beta_{12} Ind_{it} \\
 & + \beta_{13} BoardInter_{it} + \beta_{14} TamCon_{it} + \beta_{15} ComRem_{it} \\
 & + \beta_{16} ExDir_{it} + \beta_{17} ChairD_{it} + \beta_{18} DirInt_{it} + \beta_{19} Tenure_{it} \\
 & + \beta_{20} Turnover_{it} + \beta_{21} AgeDir_{it} + \beta_{22} PartAC_{it} + \beta_{23} AcadDir_{it} \\
 & + \beta_{24} QMulher_{it} + \beta_{25} DirParen_{it} + \beta_{26} IndControl_{it} \\
 & + \beta_{27} TamDir_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 BON_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AgeFirm_{it} + \beta_2 QTobin_{it} + \beta_3 QTobin_{it-1} + \beta_4 MTB_{it} \\
 & + \beta_5 MTB_{it-1} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROA_{it-1} + \beta_8 Geren_{it} \\
 & + \beta_9 Geren_{it-1} + \beta_{10} TamFirm_{it} + \beta_{11} GovCorp_{it} + \beta_{12} Ind_{it} \\
 & + \beta_{13} BoardInter_{it} + \beta_{14} TamCon_{it} + \beta_{15} ComRem_{it} \\
 & + \beta_{16} ExDir_{it} + \beta_{17} ChairD_{it} + \beta_{18} DirInt_{it} + \beta_{19} Tenure_{it} \\
 & + \beta_{20} Turnover_{it} + \beta_{21} AgeDir_{it} + \beta_{22} PartAC_{it} + \beta_{23} AcadDir_{it} \\
 & + \beta_{24} QMulher_{it} + \beta_{25} DirParen_{it} + \beta_{26} IndControl_{it} \\
 & + \beta_{27} TamDir_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

$$\begin{aligned}
PRL_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 AgeFirm_{it} + \beta_2 QTobin_{it} + \beta_3 QTobin_{it-1} + \beta_4 MTB_{it} \\
& + \beta_5 MTB_{it-1} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROA_{it-1} + \beta_8 Geren_{it} + \beta_9 Geren_{it-1} \\
& + \beta_{10} TamFirm_{it} + \beta_{11} GovCorp_{it} + \beta_{12} Ind_{it} + \beta_{13} BoardInter_{it} \\
& + \beta_{14} TamCon_{it} + \beta_{15} ComRem_{it} + \beta_{16} ExDir_{it} + \beta_{17} ChairD_{it} \\
& + \beta_{18} DirInt_{it} + \beta_{19} Tenure_{it} + \beta_{20} Turnover_{it} + \beta_{21} AgeDir_{it} \\
& + \beta_{22} PartAC_{it} + \beta_{23} AcadDir_{it} + \beta_{24} QMulher_{it} + \beta_{25} DirParen_{it} \quad (3) \\
& + \beta_{26} IndControl_{it} + \beta_{27} TamDir_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
\log\left(\frac{\pi_{it}}{1-\pi_{it}}\right) = \text{logit}(\pi_{it}) = & \beta_0 + \beta_1 AgeFirm_{it} + \beta_2 QTobin_{it} + \beta_3 QTobin_{it-1} + \\
& \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 MTB_{it-1} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 ROA_{it-1} + \beta_8 Geren_{it} + \beta_9 Geren_{it-1} + \\
& \beta_{10} TamFirm_{it} + \beta_{11} GovCorp_{it} + \beta_{12} Ind_{it} + \beta_{13} BoardInter_{it} + \beta_{14} TamCon_{it} + \\
& \beta_{15} ComRem_{it} + \beta_{16} ExDir_{it} + \beta_{17} ChairD_{it} + \beta_{18} DirInt_{it} + \beta_{19} Tenure_{it} + \\
& \beta_{20} Turnover_{it} + \beta_{21} AgeDir_{it} + \beta_{22} PartAC_{it} + \beta_{23} AcadDir_{it} + \beta_{24} QMulher_{it} + \quad (4) \\
& \beta_{25} DirParen_{it} + \beta_{26} IndControl_{it} + \beta_{27} TamDir_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

No Quadro 2, a seguir, explicitam-se as variáveis que foram utilizadas no estudo, a sua forma de mensuração, a literatura internacional e nacional que serviu de referência para as escolhas das variáveis, os seus sinais esperados e os aportes teóricos aos quais as variáveis estão embasadas.

Quadro 2 - Resumo das variáveis independentes utilizadas e seus respectivos sinais esperados na estimativa dos modelos de remunerações

Variável	Forma de Mensuração	Estudos Anteriores	Sinal Esperado	Aporte Teórico
RF	Log natural do montante de remuneração real fixa (Salário e Pró Labore) média	Benkraiem <i>et al.</i> (2017)	Variável dependente	Teoria da agência; Teoria dos contratos; Poder gerencial
BON	Log natural dos bônus totais reais médios	Benkraiem <i>et al.</i> (2017)	Variável dependente	Teoria da agência; Teoria dos contratos; Poder gerencial
PARL	Log natural da PRL média	Benkraiem <i>et al.</i> (2017)	Variável dependente	Teoria da agência; Teoria dos contratos; Poder gerencial
<i>Stock</i>	1 para concessão remuneração baseada em ações, 0 caso contrário	Benkraiem <i>et al.</i> (2017)	Variável dependente	Teoria da agência; Teoria dos contratos; Poder gerencial
Característica da Firma				
AgeFirm	Quantidade de anos desde o registro da empresa na CVM	Jaiswall e Bhattacharyya (2016); Abed, Suwaidan e Slimani (2014); Lee e Chen (2011)	-	Teoria da agência; Teoria dos contratos;
QTobin	Valor de Mercado + Dívida/Ativo total	Liang, Renneboog e	+/-	Teoria da agência

		Sun (2015); Lee e Chen (2011)		
QTobin $t-1$	Valor de Mercado $t-1$ + Dívida $t-1$ /Ativo total $t-1$	Chung, Judge e Li (2015)	+/-	Teoria da agência
<i>MarketBook</i>	Valor de mercado/PL	Focke, Maug e Niessen-Ruenzi (2017); Jaiswall e Bhattacharyya (2016)	+/-	Teoria da agência
<i>MarketBook</i> $t-1$	Valor de mercado $t-1$ /PL $t-1$	Não encontrada em outros estudos	+/-	Teoria da agência
ROA	EBTIDA/Ativo total	Liang, Renneboog e Sun (2015)	+	Teoria da agência
ROA $t-1$	EBTIDA $t-1$ /Ativo total $t-1$	Chung, Judge e Li (2015)	+	Teoria da agência
Gerenciamento	Total de <i>accruals</i> discricionários, mensurado pelo modelo de Jones Modificado	Sun (2014)	+	Teoria da agência; Poder gerencial
Gerenciamento $t-1$	Total de <i>accruals</i> $t-1$ discricionários, mensurado pelo modelo de Jones Modificado	Sun (2014)	+	Teoria da agência; Poder gerencial
TamFirm	Logaritmo natural do Ativo	Focke, Maug e Niessen-Ruenzi (2017); Jaiswall e Bhattacharyya (2016); Liang, Renneboog e Sun (2015)	+	Teoria da agência; Teoria dos contratos
GovCorp	1 para empresa listada nos 3 níveis de governança, 0 caso contrário	Benini <i>et al.</i> (2017)	+	Teoria dos contratos
Característica do Conselho de Administração				
Independência	Nº de independentes/tamanho do Conselho	Liang, Renneboog e Sun (2015)	-	Teoria da agência; Teoria dos contratos
<i>Board interlocking</i>	Nº de conselheiros que ocupam cadeiras em Conselhos de outras empresas	Core, Holthausen e Larcker (1999)	+	Teoria da agência; Poder gerencial
TamCon	Número de membros no Conselho de Administração	Core, Holthausen e Larcker (1999); Matolcsy, Shan e Seethamraju (2012)	+	Teoria da agência
ComitRem	1 para a existência de comitê de remuneração, 0 caso contrário	Silva e Chien (2013)	+/-	Teoria dos contratos; Poder gerencial

ExDir	1 para quando o presidente do Conselho já foi membro da diretoria da empresa, 0 caso contrário.	Não encontrada em outros estudos	-	Poder gerencial
<i>Chairduality</i>	1 Caso o CEO seja também o presidente do Conselho, 0 caso contrário	Cunha, Vogt e Degenhart (2016); Liang, Renneboog e Sun (2015)	+	Poder gerencial
Característica da Diretoria Executiva				
DirInter	1 se o algum membro da diretoria é o fundador da empresa ou um membro da família, 0 caso contrário	Chung, Judge e Li (2015)	+	Poder gerencial
Tenure	Período médio em que os executivos exercem o cargo na empresa	Jaiswall e Bhattacharyya (2016); Abed, Suwaidan e Slimani (2014); Nulla(2013)	+	Poder gerencial
<i>Turnover</i>	1 caso haja mudança nos membros da diretoria, 0 caso contrário	Nulla (2013)	+	Poder gerencial
AgeDir	Idade média dos membros da diretoria executiva	Abed, Suwaidan e Slimani (2014); Nulla(2013)	+	Poder gerencial
PartAC	Razão entre a participação acionária detida pelo CEO e diretores e o total de ações da companhia	Abed, Suwaidan e Slimani (2014); Nulla(2013)	+/-	Teoria da agência; Poder gerencial
AcadDir	Nº de membros da diretoria que têm Pós-Graduação (<i>latu sensu</i> ou <i>strictu sensu</i>)	Liang, Renneboog e Sun (2015)	+	Teoria da agência
Qmulher	Quantidade de mulheres presentes na diretoria	Liang, Renneboog e Sun (2015)	-	Teoria da agência
Dirparen	Quantidade de membros da diretoria que possuem relação de parentesco com membros do Conselho	Bebchuk, Cremers e Peyer (2011)	+	Poder gerencial
IndControl	Quantidade de membros da diretoria eleitos pelo controlador	Bebchuk, Cremers e Peyer (2011)	+	Poder gerencial
TamanhoDir	Número de membros na diretoria executiva	Liang, Renneboog e Sun (2015);	+	Teoria da agência

Fonte: Elaboração própria.

Nota: As variáveis RF, BON e PRL foram deflacionadas pelo IGPM.

Espera-se uma relação negativa entre a remuneração e o período em que a empresa abriu capital. Entende-se que empresas mais jovens incorram em maiores custos com vistas a maior legitimação no mercado e maior alinhamento de interesses, o que não aconteceria em empresas

mais maduras, que, ao longo dos anos, teriam desenvolvido suas estruturas de governança e mecanismos de monitoramento (GHOSH, 2006).

O Q de Tobin, variável que expressa oportunidades futuras de crescimento, pode assumir uma relação tanto positiva quanto negativa com a remuneração. A relação positiva é explicada no sentido de que a geração de valor de uma companhia ancora-se na percepção do mercado sobre as oportunidades de crescimento. Estas, por sua vez, estão vinculadas às decisões de investimento e financiamento em condições de incerteza e riscos. Neste ambiente, os diretores exigirão melhor compensação remuneratória.

Por outro lado, o Q de Tobin poderá também se apresentar negativamente relacionado à remuneração, considerando que, em condições de crescimento, os executivos podem optar por não exigir remunerações elevadas no presente, na perspectiva de receber maiores compensações no futuro (SRIDHAR; KUMAR, 2015; CHUNG; JUDGE; LI, 2015; LIANG; RENNEBOOG; SUN, 2015; FOCKE; MAUG; NIESSEN-RUENZI, 2017).

Em relação ao Q de Tobin do período anterior, se espera uma relação negativa, à medida que firmas podem optar por reter os resultados com vistas às oportunidades de crescimento existentes. Por outro lado, pode-se esperar uma relação positiva, observando que as empresas podem estar distribuindo os resultados retidos no período anterior.

Tratando-se do *market-to-book* do período corrente e do período anterior, que envolve a valorização da empresa em relação ao mercado, espera-se uma relação positiva, à medida que os executivos serão recompensados pelo papel desempenhado (CHENG; LI; WEI, 2015; FOCKE; MAUG; NIESSEN-RUENZI, 2016). Por outro lado, pode-se esperar uma relação negativa, considerando que a valorização da empresa frente ao mercado pode sinalizar que os interesses entre o principal e o agente estão alinhados, suscitando menores mecanismos de incentivos.

Espera-se uma relação positiva para o ROA no período anterior e corrente. É preciso lembrar que um maior retorno sobre os ativos tende a demonstrar um desempenho financeiro favorável da empresa. Sendo assim, partindo-se do pressuposto de que as remunerações variáveis são utilizadas para alinhar os interesses entre acionistas e gestores, espera-se que níveis mais elevados de ROA gerem maiores pacotes de remuneração variável, bem como a adoção de planos de remuneração baseados em ações (SRIDHAR; KUMAR, 2015). Para a remuneração fixa, espera-se que o ROA do período anterior demonstre que a diretoria está produzindo resultados e, portanto, é compensada com maiores níveis de remuneração no período posterior.

Em relação ao gerenciamento de resultados, acredita-se que as remunerações podem ser influenciadas por ações discricionárias dos gestores, à medida que podem ser concedidas tomando como referência a análise de resultados. Assim, em empresas em que os executivos exercem maior influência, dada maior propensão para o gerenciamento dos resultados, espera-se uma relação positiva com remunerações (SUN, 2015).

Para a variável tamanho, a relação positiva esperada pode ser explicada pelo fato de que empresas maiores, no sentido de deterem maiores volumes de negócios, apresentam melhores condições para manutenção de salários mais atrativos aos seus executivos (SRIDHAR; KUMAR, 2015). Adicionalmente, empresas maiores podem apresentar maior complexidade no monitoramento das ações da diretoria, suscitando contramedidas de agência para alinhamento dos interesses.

Espera-se uma relação positiva para empresas que pertençam aos níveis diferenciados de governança corporativa na [B]³. Essas empresas apresentam maior exigência com o volume e qualidade de informações, além de melhores estruturas de governança, com vistas a maior credibilidade das suas ações no mercado. Sendo assim, passam a exigir mais dos executivos, que, por sua vez, demandam maiores remunerações (BENINI *et al.*, 2017).

Uma relação negativa é esperada para a variável independência. Nesse caso, a tese se desenvolve na perspectiva de que quanto maior o número de conselheiros independentes, maior o monitoramento, a qualidade e o poder de fiscalização sobre os executivos, diminuindo o grau de influência desses sobre o Conselho (MATOLCSY; SHAN; SEETHAMRAJU, 2012).

Vislumbra-se que, caso os conselheiros façam parte de diferentes Conselhos (*Board interlocking*), sua capacidade de monitoramento é reduzida, de modo que eles tendem a recorrer aos pacotes de remunerações para mitigar esse problema (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999). Essas capacidades de monitoramento também se enfraquecem em situações em que o Conselho se torna grande. Nessas condições, as ações podem ser mais dispersas, fazendo com que os executivos possam exercer maior influência sobre sua remuneração (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; MATOLCSY; SHAN; SEETHAMRAJU, 2012). Com isso, espera-se uma relação positiva entre o tamanho do Conselho e a remuneração.

Caso exista um comitê de remuneração, que tem o papel de definir as remunerações dos executivos, a relação poderá ser negativa, considerando que esses comitês podem estabelecer compensações mais condizentes com o desempenho dos agentes (SILVA; CHIEN, 2013). Por outro lado, em consonância com a abordagem do poder gerencial, entende-se que esses comitês podem representar estruturas mais frágeis e elevarem a capacidade de influência dos agentes (BEBCHUK; FRIED, 2003).

É esperada uma relação negativa em situações nas quais o presidente do Conselho já tenha feito parte da diretoria, dada a menor probabilidade de assimetria das informações. Por sua vez, espera-se uma relação positiva para a variável *Chairduality*, uma vez que, ao ocupar a presidência do Conselho e da companhia, o CEO poderá exercer uma maior influência sobre o Conselho, com vistas à elevação da remuneração (CUNHA; VOGT; DEGENHART, 2016).

Para a variável *DirInter*, deve-se destacar que os fundadores são considerados importantes atores dentro da organização (ADAMS; ALMEIDA; FERREIRA, 2005). Logo, caso algum membro da diretoria seja o fundador ou tenha parentesco com o fundador, poderá exercer maior influência no Conselho de Administração e garantir, assim, maiores pacotes de remuneração (FINKELSTEIN, 1992).

Espera-se também uma relação positiva para a variável *Tenure*, em que, quanto maior o período médio do mandato dos membros da diretoria, maior tenderá a ser seu poder de negociação frente ao Conselho (ADAMS; ALMEIDA; FERREIRA, 2009). Além disso, nessas situações, é possível que os executivos tenham maior legitimação dado o seu maior conhecimento das funções do cargo, o que enseja maiores níveis de remuneração (FOCKE; MAUG; NIESSEN-RUENZI, 2017).

No que se refere às mudanças no CEO (*Turnover*), sugere-se uma relação positiva. Nesse caso, é possível que a empresa modifique sua estrutura de compensação, mediante maiores remunerações, com vistas a atrair profissionais de excelência técnica (MATOLCSY; SHAN; SEETHAMRAJU, 2012).

Em relação às variáveis que refletem a idade do CEO e seu nível de formação acadêmica, acredita-se numa relação positiva. Considera-se, aqui, que a idade e a qualificação comportam a competência e talento dos executivos, o que pode implicar aumento de remuneração (GHOSH, 2006). Adicionalmente, executivos com essas características podem possuir maior respeito e legitimidade no mercado, o que influencia as suas remunerações (BEBCHUK; FRIED, 2003).

Tratando-se da participação acionária dos diretores, encontra-se, na literatura, uma relação indefinida com a remuneração. Core, Holthausen, Larcker (1999), Lin, Kuo e Wang (2013) e Lin e Lin (2014) encontraram uma relação negativa, que pode ser explicada pelo fato de que, ao serem acionistas, os diretores deverão agir de acordo com o objetivo de maximização de valor da empresa. Por outro lado, Li *et al.* (2007) encontraram uma relação positiva, à medida que poderão agir sem um monitoramento mais efetivo dada sua influência (OZKAN, 2007). Além disso, quanto maior a participação acionária, maior o envolvimento na escolha dos

conselheiros, o que pode exercer maior influência sobre a sua remuneração (CHHAOCHHARIA; GRINSTEIN, 2009).

Vislumbra-se uma relação negativa entre remuneração e a participação de mulheres na diretoria. Em relação à remuneração fixa, reconhece-se que, no contexto social, as mulheres possuem menores rendimentos comparativamente aos homens. Essa constatação adquire uma relevância ainda maior nos mercados acionários, nos quais a presença feminina é reduzida. Já em relação à remuneração variável, a explicação reside na maior aversão ao risco por parte das mulheres (LIANG; RENNEBOOG; SUN, 2015).

As últimas variáveis dizem respeito à existência de grau de parentesco entre os executivos e os membros do Conselho de Administração, quantidade de membros eleitos pelo controlador e número de membros da diretoria, esperando-se, em todos os casos, uma relação positiva. No primeiro, a relação de proximidade pode fomentar o poder dos executivos sobre suas compensações (BEBCHUK; CREMERS; PEYER, 2007). No segundo, o controlador pode interferir nas decisões do Conselho referentes à remuneração da diretoria com o intuito de os executivos atuarem de acordo com seus interesses em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários (BEBCHUK; FRIED; WALKER, 2002). Por fim, tem-se que quanto maior a diretoria, maior o número de indivíduos que deverão ser remunerados (CHENG; LI; WEI, 2015; FOCKE; MAUG; NIESSEN-RUENZI, 2016; LIANG; RENNEBOOG; SUN, 2015).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1, a seguir, traz a descrição das variáveis utilizadas neste estudo para as empresas listadas na B3, tomando como base o período 2011-2016:

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Obs.	Média	Des. Padrão	Min.	Max.
RF	873	678.609	501.890	0	5.583.372
Bônus	873	318.173	701.154	0	7.053.243
PRL	873	257.359	537.032	0	4.241.676
Stock Options	873	0,37	0,48	0	1
AgeFirm	873	22,47	15,99	1	78
Q de Tobin	873	6,37	72,82	0,34	1575
<i>Market-to-Book</i>	873	33,11	407,91	0,04	9896
ROA	873	2,63	9,20	-80,98	29,76
Gerenciamento	873	26,56	600,68	-636,62	16814
TamFirm*	873	8,22	1,78	2,73	13,71
GovCorp	873	0,67	0,47	0	1
Independência	873	1,82	1,76	0	9
<i>Board interlocking</i>	873	2,68	2,54	0	13
TamCon	873	7,32	2,51	1	16
ComitRem	873	0,42	0,49	0	1
ExDir	873	0,27	0,44	0	1
<i>Chairduality</i>	873	0,12	0,32	0	1
DirInter	873	0,29	0,45	0	1
Tenure	873	20,0	8,69	1	52
Turnover	873	0,20	0,40	0	1
AgeDir	873	50,88	7,44	30	77
Part AC	873	0,36	0,40	0	0,63
AcadDir	873	3,18	2,71	0	20
Qmulher	873	0,43	0,86	0	10
Dirparen	873	0,56	0,98	0	6
IndControl	873	3,33	2,95	0	14
TamDir	873	5,24	2,73	1	23

Fonte: Elaboração da pesquisadora partir de dados da Bloomberg e de Formulário de Referências.

Nota: *Variáveis utilizadas em log no modelo econométrico. As variáveis remuneração fixa, bônus e PRL foram deflacionadas pelo IGPM.

Do total de companhias analisadas, nota-se que o salário fixo concedido correspondeu, em média, no período, a R\$ 678.609,00, sendo essa forma de remuneração adotada por quase todas as firmas (99,3%). No âmbito das remunerações variáveis, a forma que mais é adotada é o bônus, com 45,25% da amostra, remunerando, em média, R\$ 318.173,00. Em seguida, têm-se a PRL, com 41,33% (em média R\$ 257.359,00), e a concessão de *stock options*, utilizada por 38% da amostra. Denota-se, assim, que, no mercado acionário brasileiro, ainda há uma predominância pela adoção da remuneração fixa e pelo seu montante pago, o que demonstra a importância de se estudar essa forma de compensação, considerando que o executivo é remunerando independente do seu esforço.

Em relação ao tamanho das firmas, observa-se um logaritmo do ativo total médio das companhias de 8,22. Outro aspecto inerente às empresas analisadas refere-se à sua rentabilidade no período analisado, mensurado pela variável ROA, que apresentou, em média, 2,63%. Nesse sentido, o valor de mercado, mensurado pelo MTB, foi de 33,10, em média. As oportunidades de crescimento, mensuradas pelo Q de Tobin, foram de 6,37, também em média. Vale destacar, por fim, que 67% das firmas analisadas estão classificadas nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Tratando-se de aspectos relacionados ao Conselho de Administração, observa-se que o número de conselheiros independentes ainda é baixo, aproximadamente dois por Conselho, o que pode revelar uma estrutura de governança frágil. Essa visão pode ser corroborada tomando-se como referência a existência de dualidade do CEO, que foi de 12% em média no período. Nesse caso, em que pese o valor reduzido, deve-se ressaltar, com base no Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que as empresas devem evitar o acúmulo dessas duas funções, à medida que tal característica pode reforçar práticas discricionárias. O IBGC recomenda, ainda, que o Conselho deve ter de cinco a onze membros, o que foi atendido na amostra, que, em média, foi de sete membros. Vale registrar que algumas empresas não cumprem essa orientação, à medida que foi possível identificar Conselhos com dezesseis membros. Outras observações relevantes podem ser extraídas, entre as quais: (i) 42% da amostra possui comitê de remuneração; (ii) em média, três membros do Conselho se fazem presentes em outros Conselhos; e (iii) 27% dos Conselhos apresentam antigos diretores como presidentes.

Em relação às características da diretoria executiva, tem-se que, em média, essa é composta por cinco membros e que a média de membros indicados pelo controlador é três. A idade média dos membros da Diretoria é de 51 anos, o que pode ser explicado pela própria maturação exigida pelo cargo. Esses executivos possuem um tempo médio elevado na empresa,

cerca de vinte anos. Se, por um lado, este resultado pode indicar a formação de bases entre os envolvidos, por outro lado, potencializa práticas oportunistas. No contexto da elevada permanência dos executivos, tem-se que apenas 21% das empresas analisadas trocaram de CEO no período. Nota-se que, em média, 29% da amostra apresenta diretores fundadores ou que são membros da família do fundador.

Por fim, outro aspecto importante refere-se à questão do gênero, à medida que se verifica a existência da presença, em média, de uma mulher por diretoria. Ademais, chama atenção o fato de que, em média, um membro da diretoria apresenta relação de parentesco com os membros do Conselho, o que pode aumentar a influência sobre os pacotes de remunerações.

4.2 ANÁLISE ECONOMETRICA

Para investigar os determinantes da remuneração dos executivos das companhias listadas na B3, foram estimados sete modelos. Os principais resultados encontrados são apresentados na tabela 2.

Tabela 2 - Determinantes das remunerações dos executivos no período 2011-2016

Variáveis	RF		BOM		PRL		<i>StockOption</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	FGLS	PCSE	FGLS	PCSE	FGLS	PCSE	<i>LOGIT</i>
Características da Firma							
AgeFirm	-0,0054*** (0,0011)	-0,0088* (0,0048)	-0,0339*** (0,0110)	-0,0177 (0,0141)	-0,0051 (0,0114)	-0,0076 (0,0142)	-0,0643** (0,0262)
Q de Tobin	-	-	0,0020 (0,0033)	0,0019 (0,0035)	-0,0011 (0,0023)	-0,0018 (0,0024)	0,2501 (0,2372)
Q de Tobin $t-1$	0,0001 (0,0002)	0,0002 (0,0005)	0,0397*** (0,0046)	0,0368*** (0,0114)	-0,0219*** (0,0076)	-0,0299*** (0,0093)	-0,2942 (0,2743)
<i>Market-to-Book</i>	-	-	-0,0021*** (0,0002)	-0,0020*** (0,0007)	0,0010** (0,0005)	0,0015** (0,0006)	-0,0877 (0,0923)
<i>Market – to – Book</i> $t-1$	0,0002*** (0,0000)	0,0000 (0,0001)	-0,0111*** (0,0012)	-0,0103*** (0,0038)	0,0061** (0,0025)	0,0085*** (0,0031)	0,0931 (0,0875)
ROA	-	-	-0,0136 (0,0175)	0,0010 (0,0255)	0,0534*** (0,0137)	0,0502** (0,0224)	-0,0064 (0,0223)
ROA $t-1$	0,0041*** (0,0015)	0,0150** (0,0076)	-0,0196 (0,0183)	-0,0209 (0,0262)	0,0341** (0,0136)	0,0547** (0,0219)	0,0444 (0,0279)
Gerenciamento	-	-	0,0000 (0,0000)	-0,0017 (0,0015)	0,0013 (0,0011)	0,0005 (0,0012)	-0,0102 (0,0064)
Gerenciamento $t-1$	0,0000 (0,0000)	-0,0000 (0,0000)	0,0002 (0,0033)	0,0059 (0,0047)	-0,0049 (0,0036)	-0,0031 (0,0037)	0,0260 (0,0163)
TamFirm	0,0945*** (0,0105)	0,1867*** (0,0514)	1,1677*** (0,0997)	0,9330*** (0,1424)	-0,0049 (0,0985)	0,0127 (0,1434)	1,0968*** (0,2988)
GovCorp	-0,0514 (0,0400)	0,0918 (0,1323)	0,4337 (0,4803)	0,1343 (0,6282)	1,4396*** (0,4381)	1,1256* (0,5961)	2,1391** (1,0850)
Características do Conselho de Administração							
Independência	-0,2454** (0,1143)	-0,0174 (0,0291)	-0,2379** (0,1143)	-0,1668 (0,1520)	0,5232*** (0,1197)	0,2597* (0,1537)	0,2177 (0,1792)
<i>Board interlocking</i>	-0,0269***	-0,0402	-0,4788***	-0,4467***	0,0045	0,0204	-0,1157

	(0,0064)	(0,0281)	(0,0720)	(0,1001)	(0,0755)	(0,1033)	(0,1343)
TamCon	0,0767***	0,1445***	0,1140*	0,0314	0,0428***	0,2902***	0,1777
	(0,0080)	(0,0351)	(0,0662)	(0,1096)	(0,0732)	(0,1103)	(0,1607)
ComitRem	0,1165***	0,0511	-2,9332***	-1,5806***	2,8260***	1,8715***	0,7882
	(0,0328)	(0,1466)	(0,3998)	(0,5094)	(0,4115)	(0,5220)	(0,6384)
ExDir	0,2122***	0,1699	-1,0605***	-0,8436*	0,1299	0,0979	-0,0116
	(0,0292)	(0,1151)	(0,3633)	(0,4867)	(0,3412)	(0,4788)	(0,6261)
Chairduality	0,2544***	0,6405***	2,0737***	1,5267**	-1,9420***	-0,8876	0,6872
	(0,0563)	(0,1829)	(0,5381)	(0,7475)	(0,4934)	(0,7272)	(0,8483)
Características da Diretoria							
DirInter	0,0348	0,1869	-1,7354***	-0,1427	1,4348***	1,1463*	1,6895*
	(0,0472)	(0,1581)	(0,3913)	(0,6238)	(0,4323)	(0,6406)	(0,8995)
Tenure	0,0116***	-0,0014	-0,0007	-0,0086	-0,0260	-0,0296	0,1256**
	(0,0020)	(0,0097)	(0,0179)	(0,0260)	(0,0167)	(0,0267)	(0,0520)
Turnover	0,0160	-0,0110	0,3814	-0,2894	0,1853	0,2044	-0,5695
	(0,0335)	(0,1424)	(0,4081)	(0,5332)	(0,3623)	(0,5251)	(0,4056)
AgeDir	0,0044*	-0,0006	-0,1382***	-0,0998***	0,0958***	0,0645*	-0,2657***
	(0,0026)	(0,0098)	(0,0266)	(0,0349)	(0,0244)	(0,0364)	(0,0640)
Part AC	-0,0000***	-0,0000	0,0000***	0,0000**	-0,0000**	-0,0000***	-0,0000
	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)	(0,0000)
AcadDir	-0,0287***	-0,0059	-0,0401	0,0753	-0,3856***	-0,2064*	0,3359**
	(0,0071)	(0,0218)	(0,0823)	(0,1035)	(0,0799)	(0,1062)	(0,1690)
Qmulher	0,0473**	0,0722	0,1122	0,2137	-0,5923**	-0,0928	-0,2392
	(0,0214)	(0,0551)	(0,1831)	(0,2906)	(0,2439)	(0,3132)	(0,3519)
Dirparen	-0,0802***	-0,2609***	-1,4129***	-1,7474***	0,6677***	0,5495*	-0,0874*
	(0,0273)	(0,0731)	(0,1444)	(0,2478)	(0,1875)	(0,2845)	(0,4720)
IndControl	-0,0618***	-0,1052***	-0,3366***	-0,2404***	0,1929***	0,0909	-0,3007**
	(0,0057)	(0,0220)	(0,0611)	(0,0794)	(0,0633)	(0,0816)	(0,1185)
TamanhoDir	-0,0151*	-0,0821***	0,2888***	0,0984	0,2568***	0,0887	-0,0818
	(0,0079)	(0,0290)	(0,0934)	(0,1215)	(0,0892)	(0,1197)	(0,1828)
Constante	11,8410***	11,1502***	6,3700***	6,6640***	-7,2002***	-2,5779	-1,9475
	(0,1400)	(0,5335)	(1,4672)	(1,9091)	(1,2056)	(1,8358)	(3,2154)
Observações	873	873	873	873	873	873	873
Número de empresas	162	162	162	162	162	162	162

Fonte: Elaboração da pesquisadora.

Notas: Erro padrão entre parênteses. ***Estatisticamente significativa a 1%. **Estatisticamente significativa a 5%. *Estatisticamente significativa a 10%.

Adverte-se que, para facilitar a compreensão dos resultados obtidos, optou-se por dividir a análise a partir das formas de remuneração, abrangendo, ainda, as características da firma, do Conselho de Administração e da Diretoria.

4.2.1 Remuneração fixa

Considerando as características da firma, empresas com um maior tempo de registro na CVM possuem uma relação estatisticamente significativa ao nível de 1% com a remuneração média da diretoria, exercendo uma influência negativa para a remuneração fixa. Uma relação negativa entre remuneração e idade da firma também foi encontrada por Ghosh (2006), Lee e Chen (2011) e Abed, Suwaidan e Slimani (2014). Empresas mais jovens incorrem em maiores custos com vistas à maior legitimação no mercado e maior alinhamento de interesses,

diferentemente de empresas maduras, que, ao longo dos anos, teriam desenvolvido suas estruturas de governança e mecanismos de monitoramento (GHOSH, 2006).

Por outro lado, encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com a valorização da empresa no período anterior, mensurada pelo *market-to-book* t_{-1} . Santana *et al.* (2015) ressaltam que essa métrica demonstra um valor de mercado da empresa maior que o seu valor patrimonial. Isso pode estar associado, por exemplo, ao papel desempenhado pelo executivo na tomada de decisão, o que aumenta o seu poder de barganha na negociação de salários no período atual.

O desempenho da empresa no período anterior, mensurado pelo ROA t_{-1} , também influenciou positivamente o nível de compensação média recebida pela diretoria executiva, apresentando uma relação estatisticamente significativa ao nível de 1%. De acordo com Long (2016), níveis mais elevados de ROA podem indicar maior confiança nas ações gerenciais tomadas pelos executivos nas empresas, resultando em aumento na remuneração pelo resultado anterior favorável alcançado.

Uma última variável relacionada às características da firma que se mostrou positiva e significativa, ao nível de 1%, foi o tamanho da firma, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total. Estudos como o de Sridhar e Kumar (2015) demonstram que firmas maiores possuem elevada capacidade de influenciar os pacotes de remuneração dos executivos. Assim sendo, executivos podem concentrar seus esforços com vistas a crescer a empresa (no sentido de maiores investimentos, por exemplo) e não no desempenho, uma vez que esse crescimento pode aumentar seu status, poder, prestígio (HOPE; THOMAS, 2008).

No âmbito da teoria do poder gerencial, Singh e Yavuz (2015) chamam atenção para o fato de que, em firmas maiores, a inerente tendência para existência de uma propriedade dispersa permite que os executivos exerçam uma maior influência sobre o Conselho de Administração e, conseqüentemente, interfiram nas suas remunerações.

No contexto das variáveis que abrangem as características do Conselho de Administração, encontrou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 5% com uma maior proporção de conselheiros independentes. É preciso resgatar que o Conselho de Administração configura-se como um importante agente de governança no contexto da tomada de decisão e no monitoramento das políticas de uma empresa (NTIM *et al.*, 2017).

Em se tratando de conselheiros independentes, evidências sugerem maior capacidade no monitoramento das ações (BENKRAIEM *et al.*, 2017). Tal característica pode ser justificada seja pela maior reputação do conselheiro (casos em que o conselheiro goza de elevado prestígio

dado sua experiência e habilidades técnicas), que atua para manutenção desse *status*, seja pelos conselheiros menos relevantes no cenário organizacional, que atuam em prol da construção de prestígio no mercado (FAMA; JENSEN, 1983).

A relação negativa encontrada pode ser explicada, ainda, pelo fato de que na remuneração fixa o executivo é compensado independentemente dos resultados obtidos. Nesse sentido, as evidências sugerem que os conselheiros externos tendem a preferir a manutenção de políticas de remunerações variáveis (em geral, baseadas em desempenho) em detrimento da remuneração fixa (OZDEMIR; UPNEJA, 2012).

Uma relação negativa também foi encontrada para a existência de conselheiros que atuam em Conselhos de Administração de diferentes companhias simultaneamente, sendo significativa ao nível de 1%. Nessas situações, fomenta-se a produção de informações, de conhecimentos e de experiências (STUART; KIM, 2010), possibilitando maiores subsídios para a tomada de decisão dos conselheiros.

Dado um ambiente incerto e permeado por complexidade organizacional, essas redes estabelecidas tendem a provocar práticas e estratégias gerenciais miméticas (HAUNSCHILD; MINER, 1997; HAUNSCHILD; BECKMAN, 1998), resultando em padrões regulares de comportamento que inibem o poder gerencial. Sugere-se, assim, que o compartilhamento de conselheiros pelas empresas contribui para a redução do oportunismo das ações da diretoria executiva, atuando, portanto, na redução dos custos de transação.

O número de membros do Conselho mostrou-se estatisticamente significativo ao nível de 1% e com relação positiva. A literatura que aborda este tema demonstra que um Conselho grande enfrenta dificuldades de comunicação e coordenação, o que implica em decisões mais morosas e de difícil consenso. Nestes casos, são mais frequentes divergências de opiniões e desgastes entre conselheiros e executivos, concorrendo para a ineficácia do monitoramento das ações dos agentes e elevando a probabilidade de influência dos executivos nas ações do Conselho (CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; OZDEMIR; UPNEJA, 2012; NTIM; OPONG; DANBOLT, 2015).

Ainda no âmbito dos Conselhos, alguns segmentos são criados com vistas a fortalecer a governança corporativa, como os comitês de remuneração, cuja variável se mostrou estatisticamente significativa ao nível de 1% para influenciar positivamente a remuneração fixa. Sugere-se que os comitês de remuneração podem se revelar estruturas de governança frágeis, especialmente em situações nas quais os laços sociais entre membros e executivos são estreitos (HOITASH, 2011) ou quando executivos fazem parte desses comitês, aspectos esses que

corroboram a relação encontrada e denotam a influência do poder gerencial sobre a remuneração (BEBCHUK; FRIED, 2003).

A presença de antigos executivos que presidem o Conselho de Administração da companhia também apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. O sinal positivo encontrado mostrou-se contrário ao esperado, o que pode ser justificado pela existência de dimensões de poder (FINKELSTEIN, 1992), relacionadas à reputação, posição hierárquica e laços sociais com os executivos. Essas dimensões exercem influência sobre as decisões do Conselho e afetam positivamente o nível de remuneração dos executivos. Ao influenciarem esse processo, os antigos diretores podem estar vislumbrando privilégios e acesso a informações e buscam legitimar sua posição no mercado.

Uma última variável relacionada às características do Conselho de Administração que mostrou significância, ao nível de 1%, refere-se ao fato de o presidente da diretoria também exercer a função de presidente do Conselho de Administração. Encontrou-se uma influência positiva, considerando que essa dualidade pode resultar na assimetria de informação, existência de poder gerencial, maximização da utilidade própria e fragilidade no monitoramento, possibilitando ao CEO elevar o nível de remuneração da diretoria (YA'ACOB, 2016). Em uma outra perspectiva, Core, Holthausen e Larcker (1999) argumentam que essa dupla função resulta em uma maior complexidade, suscitando maiores níveis de remuneração.

Em relação às variáveis que correspondem aos atributos dos membros da diretoria, encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com o período médio em que os executivos exercem o cargo na empresa. Quanto maior esse período, maior a propensão de influência dos executivos sobre o Conselho de Administração, seja pelos laços sociais estabelecidos, pelo poder de barganha, pela possibilidade de influência nas nomeações dos conselheiros e pela detenção de informações que fornecem subsídios para a manipulação de resultados (OZKAN, 2011), corroborando com a relação encontrada.

A idade média dos membros da diretoria apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 10% com a remuneração fixa. Bebchuk e Fried (2003) destacam que a idade pode ser um sinal de respeito e de legitimidade no mercado, possibilitando que o executivo exija maiores níveis de remuneração.

Tratando-se da proporção do capital detida pela diretoria executiva, identificou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Conforme Lin e Lin (2014), na presença de uma maior participação acionária, os executivos podem apresentar maiores incentivos para atuarem em prol do aumento do valor da firma, reduzindo assim a necessidade de mecanismos de alinhamento de interesses.

Ao contrário do esperado, o fato de diretorias executivas possuírem um maior número de membros com Pós-Graduação (*lato sensu e stricto sensu*) influencia negativamente a remuneração fixa ao nível de significância de 1%. Nesse caso, sugere-se que outros aspectos podem ser priorizados (experiência no cargo, conhecimento sobre o setor de atuação da empresa) na determinação dos salários. Ademais, o nível de formação acadêmica pode fazer diferença nas concessões de remuneração variável, considerando a utilização do conhecimento para geração de resultados.

Observou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5% para a maior presença de mulheres na diretoria. Subentende-se que esse resultado pode estar atrelado à própria oferta de mulheres nesse mercado, o que eleva o poder de barganha na negociação de salários. Ademais, espera-se que as mulheres que assumem esse papel possuam um alto nível de qualificação, atributos, experiência, estando a remuneração condizente com esses aspectos.

A existência de parentesco entre os executivos e os membros do Conselho e a quantidade de membros da diretoria eleitos pelo controlador se mostraram estatisticamente significantes ao nível de 1%, apresentando uma influência negativa. Deve-se lembrar que o grau de parentesco entre esses grupos e o fato de ser eleito pelo controlador refletem uma fonte de poder gerencial, lembrando aqui Bebchuk, Cremers e Peyer (2011), de modo que outros tipos de remunerações podem ser privilegiadas, como benefícios indiretos, participações em reuniões e pós-emprego, em detrimento de outras mais visíveis ao mercado, o que auxilia na compreensão da relação negativa encontrada.

Por último, a investigação demonstrou uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 10% entre o tamanho da diretoria e a remuneração fixa, resultado que pode ser justificado pela migração para remunerações variáveis a partir do aumento do número de membros da diretoria.

4.2.2 Bônus

Considerando o grupo de variáveis relacionadas à firma, encontrou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% entre idade da firma e o bônus concedido à diretoria executiva. Empresas mais jovens, diferentemente daquelas já estabelecidas no mercado, procuram atrair executivos com melhores atribuições (experiência, competência), incorrendo, para tanto, em maiores níveis de compensação variável com vistas a cumprir metas gerenciais no curto prazo (ABED; SUWAIDAN; SLIMANI, 2014).

Em relação às oportunidades de crescimento do período anterior, mensurada por Q de Tobin t_{-1} , encontrou-se uma relação positiva e significativa ao nível de 1%. Com vistas ao alinhamento de interesses, bem como à retenção e motivação dos executivos – uma vez que maiores esforços desses agentes serão necessários para atingir os objetivos de crescimento –, as empresas podem optar por conceder maiores níveis de bônus.

No caso da valorização da empresa frente ao mercado, tanto no período anterior quanto no período corrente, encontrou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%. O bônus possui um componente motivacional, no sentido de que a diretoria executiva necessita de incentivos para alcançar os objetivos gerenciais estabelecidos. Dada a assimetria de informação, o mercado pode avaliar de forma negativa a concessão elevada de bônus, de modo que o Conselho de Administração, com vistas a manter a valorização da empresa, tende a reduzir o uso desta forma de remuneração.

O tamanho da firma apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Firms maiores possuem maior complexidade organizacional, bem como maior risco e necessidade de mecanismos de monitoramento (NULLA, 2013). Essa maior complexidade e risco envolvem negócios, recursos e metas gerenciais mais abrangentes. Já a necessidade de monitoramento ocorre em virtude da existência de ações dispersas e o elevado volume de informações. Assim, maiores pacotes de bônus são concedidos em firmas maiores.

No que concerne às características do Conselho de Administração, encontrou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 5% com o número de conselheiros independentes. No caso do bônus, a remuneração, em muitas ocasiões, está baseada em metas gerenciais formuladas de forma discricionária, que podem não ser bem recebidas pelo mercado. Nesse sentido, o Conselho finda por endossar o entendimento dos membros externos (com maior capilaridade no mercado) acerca do mecanismo de remuneração por bonificações.

A existência de conselheiros que atuam, simultaneamente, em mais de um Conselho de Administração apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Conforme se destacou anteriormente, a participação em mais de um Conselho de Administração possibilita o intercâmbio de informações, de conhecimentos e de experiências (STUART; KIM, 2010) no contexto da tomada de decisão acerca da remuneração concedida. Sendo assim, pode-se reduzir o problema das metas gerenciais estabelecidas de maneira discricionária.

O tamanho do Conselho de Administração apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 10%. Conforme se ressaltou anteriormente, em um Conselho grande, tornam-se mais frequentes as dificuldades de consenso e os conflitos entre conselheiros e executivos, o que concorre para a ineficácia do monitoramento das ações

(CORE; HOLTHAUSEN; LARCKER, 1999; OZDEMIR; UPNEJA, 2012; NTIM; OPONG; DANBOLT, 2015). Dessa forma, com vistas a garantir que os agentes atuem de acordo com os interesses do principal, um maior número de metas gerenciais é estabelecido, aumentando-se, para tanto, a concessão de bônus.

Uma forma de reduzir as dificuldades de monitoramento, dado o tamanho do Conselho, é a partir da existência de comitês de remuneração, que apresentou uma relação negativa e significância estatística de 1%. Esse resultado reforça o argumento de que os comitês optam por não utilizar esquemas que demonstrem, ao mercado, fragilidades organizacionais, reduzindo assim a concessão de bônus.

A variável que identifica a presença de antigos executivos presidindo o Conselho de Administração da companhia também apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Levanta-se a hipótese de que, ao terem participado da diretoria, esses agentes procuram evitar a concessão de bônus com vistas a sinalizar ao mercado que a diretoria necessita de motivação. Além disso, tem-se menor existência de assimetria de informações, uma vez que o presidente do Conselho atuou nessa função.

No caso da dualidade do CEO, identificou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Em consonância com os argumentos apresentados para a remuneração fixa, tem-se que a dualidade pode resultar em problemas que fomentam o poder gerencial, fornecendo ao CEO a capacidade de influenciar a remuneração da diretoria (YA'ACOB, 2016).

No grupo de variáveis ligadas às características da diretoria, encontrou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1% para a diretoria executiva que possui, no mínimo, um membro que seja fundador da empresa ou que tenha um parentesco com o fundador. Nessas situações, sugere-se a presença de aspectos como laços afetivos com a empresa, identidade, motivação e interesses em prol do desenvolvimento da companhia (reputação, perspectiva de longo prazo), que atuam no alinhamento de interesses *vis-à-vis* a necessidade de menor monitoramento, resultando em menores incentivos em termos de remuneração (HE, 2008; LI; SRINIVASAN, 2011).

A idade média da diretoria executiva também apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Esse resultado pode ser justificado pelo fato de que uma idade mais avançada remete a um processo de conservadorismo, no sentido de que a diretoria executiva é resistente às inovações e impacto organizacional, não reagindo positivamente a níveis elevados de metas gerenciais (NULLA, 2013; HOU; PRIEM; GORANOVA, 2014).

No caso da proporção do capital detida pela diretoria executiva, identificou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Em que pese a participação acionária dos executivos estar atrelada aos maiores incentivos para o alinhamento de interesses (LIN; LIN, 2014), não se pode excluir o exercício do poder gerencial, de modo que os executivos com maior participação acionária podem exercer influência sobre o Conselho de Administração.

Com base em Li *et al.* (2007), outra justificativa reside no fato de que o Conselho pode desejar reter e/ou motivar os executivos, considerando que outras formas de remuneração sofrem influência negativa da participação acionária, conforme pode ser observado na Tabela 2. Deve-se registrar que este argumento contradiz a perspectiva de que o bônus pode sinalizar ao mercado que a diretoria executiva está necessitando de incentivos, esforços adicionais, o que pode ensejar uma avaliação negativa do mercado.

A existência de parentesco entre os executivos e os membros do Conselho e a quantidade de membros da diretoria eleitos pelo controlador apresentaram uma relação negativa e significativa ao nível de 1%. Em linha com a justificativa destacada para a remuneração fixa, tem-se que esses aspectos refletem uma fonte de poder gerencial (BEBCHUK; CREMERS; PEYER, 2011), de modo que camufla-se a utilização de formas de remuneração mais visíveis ao mercado.

Por último, a investigação demonstrou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% entre o tamanho da diretoria e o bônus. Esse resultado demonstra que quanto maior o número de membros da diretoria, maior a concessão de remuneração variável.

4.2.3 PRL

No âmbito da firma, observando-se as oportunidades de crescimento do período anterior, mensurada por Q de Tobin t_{-1} , encontrou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Firms nessas condições podem optar por reter o lucro alcançado com vistas a investimentos, influenciando negativamente o PRL.

Tratando-se da valorização da empresa, tanto no período anterior quanto no período corrente, encontrou-se uma relação positiva e com uma significância estatística de 5%. Uma empresa que está produzindo bons resultados tende a remunerar por PRL, considerando que os executivos estão trabalhando em prol do melhor desempenho da empresa perante ao mercado (FOCKE; MAUG; NIESSEN-RUENZI, 2017).

Em relação ao desempenho da firma, tanto no período corrente quanto no período anterior, identificou-se uma relação positiva, sendo estatisticamente significativa a 1% e a 5%, respectivamente. Subjacente a este fato, tem-se que a melhor *performance* da empresa sugere que um alinhamento de interesses está ocorrendo, considerando que os acionistas utilizam o ROA como uma métrica da capacidade dos gestores em produzirem ganhos e controlarem despesas a partir do melhor uso dos ativos, resultando na geração de receitas (NULLA, 2013).

Por fim, encontrou-se uma relação positiva e significativa a 1% entre PRL e os níveis diferenciados de governança corporativa. Conforme se explicitou, essas práticas inibem os determinantes (assimetrias de informação, oportunismo) dos custos de transação e fazem com que os contratos de remuneração sejam mais bem elaborados. Dessa forma, na presença de níveis diferenciados de governança corporativa, atrela-se a remuneração dos executivos ao desempenho e à valorização da empresa, buscando, assim, promover maior alinhamento de interesses e produzir melhores resultados.

Adentrando-se no grupo de variáveis relacionadas ao Conselho de Administração, a existência de um Conselho com maior número de membros independentes, mecanismo que também atua na redução dos custos de transação, apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Conforme mencionado, nessas situações, sugere-se uma maior capacidade no monitoramento das ações (BENKRAIEM *et al.*, 2017), reduzindo a maximização da utilidade própria dos executivos. Nesse sentido, os conselheiros tendem a vincular a remuneração ao resultado (OZDEMIR; UPNEJA, 2012), possibilitando maiores ganhos aos acionistas.

Não obstante, essa capacidade de monitoramento torna-se reduzida em firmas com um Conselho de Administração grande, cuja variável se mostrou positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Com vistas a atenuar as dificuldades destacadas (comunicação, consenso) em situações nas quais o Conselho possui elevado número de membros, sugere-se a concessão de pacotes de remuneração atrelados ao resultado como forma de alinhar os interesses.

A variável que identifica a presença de comitês de remuneração se mostrou positiva e estatisticamente significativa a 1%. Sugere-se que os comitês buscam implementar estruturas de remuneração tendo como foco o desempenho das firmas (LAUX; LAUX, 2009).

Já a dualidade do CEO apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 1%, denotando uma migração da concessão da remuneração variável para a fixa. Isso ocorre pois a remuneração fixa não se modifica diretamente a partir dos resultados

alcançados, esperando-se, portanto, que seja preferível o uso dessa forma de remuneração por executivos que ocupam essa dupla função.

No âmbito das características da diretoria, encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% para a variável que identifica a presença de pelo menos um membro da diretoria que é fundador da empresa ou que apresenta parentesco com o fundador. Em linha com a abordagem do poder gerencial, Finkelstein (1992) demonstra que, em firmas com uma dessas características, predominam poderes de propriedade e prestígio, destacando o prestígio desses agentes sobre o Conselho de Administração, o que influencia positivamente suas remunerações.

Essa influência é fomentada à medida que esses agentes podem interferir na escolha dos membros que irão compor o Conselho. Ademais, com base em Wasserman (2003), pode-se afirmar que os membros fundadores podem influenciar positivamente os pacotes de remuneração com vistas a atrair executivos externos.

A idade média da diretoria executiva apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Considera-se, aqui, que a idade pode estar associada ao maior respeito e legitimidade no mercado, influenciando maiores remunerações (BEBCHUK; FRIED, 2003).

Tratando-se da proporção do capital detida pela diretoria executiva, identificou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1%. Retomando Lin e Lin (2014), tem-se que uma maior participação acionária pode apresentar maiores incentivos para que os executivos atuem em prol do aumento do desempenho da firma, reduzindo assim a necessidade de mecanismos de alinhamento de interesses.

Considerando a variável que representa as diretorias executivas com maior número de membros com Pós-Graduação (*lato sensu* e *stricto sensu*), encontrou-se uma relação negativa e significativa a 1%. Nesse caso, parte-se da hipótese de que os resultados da empresa podem não ser satisfatórios perante o mercado, necessitando de que os executivos recorram a maiores níveis de especialização e de conhecimento acadêmico para modificar essa realidade.

Uma relação negativa também foi encontrada para a presença de mulheres na diretoria executiva, apresentando uma significância estatística de 5%. Como pontuam Vandergrift e Brown (2005) e Yasser, Mamun e Suriya (2014), as mulheres possuem maior aversão ao risco, o que afeta as decisões financeiras e, portanto, influencia de forma negativa a concessão de remuneração variável por parte do Conselho. Outro aspecto a ser considerado consiste no menor poder de barganha das mulheres em termos de negociações de suas remunerações variáveis em detrimento das parcelas fixas.

Tratando-se da existência de parentesco entre os executivos e os membros do Conselho e da quantidade de membros da diretoria eleitos pelo controlador, encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1%. Nesse caso, o desempenho gerado pelos executivos pode ser apreendido como positivo, elevando a utilização dessa remuneração.

Em relação ao número de membros pertencentes a diretoria executiva, encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%, o que está em linha com o argumento apresentado para o bônus.

4.2.4 Stock Options

Empresas com um maior tempo de registro na CVM apresentaram uma relação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 5% com a concessão de *stock options*. Conforme se destacou, enxerga-se que, ao longo dos anos, empresas mais maduras desenvolvem suas estruturas de governança e mecanismos de monitoramento (GHOSH, 2006), suscitando a menor utilização da remuneração como instrumento de alinhamento de interesses.

O tamanho da firma apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Estudos como os de Gabaix e Landier (2008) e Frydman e Saks (2010) sugerem que firmas maiores tendem a recrutar gestores mais qualificados. Nesse sentido, sendo um dos objetivos do *stock options* reter e motivar funcionários, tende-se a utilizar mais essa forma de remuneração.

A variável que corresponde aos níveis diferenciados de governança corporativa apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5%. Essas práticas, por representarem estruturas de governança mais consistentes, procuram reduzir o oportunismo e o poder gerencial dos executivos, estabelecendo pacotes de remuneração com vistas a proporcionar a valorização da empresa.

Tratando-se da dimensão de variáveis ligadas à diretoria executiva, encontrou-se uma relação positiva e significativa a 10% com o fato de, pelo menos, um membro da diretoria ser o fundador da empresa ou possuir parentesco com o fundador. Retomando Finkelstein (1992), deve-se destacar a presença de poderes de propriedade e prestígio desses membros, influenciando as decisões do Conselho de Administração acerca da maior concessão de *stock options*. Isso ocorre com o objetivo de garantir a continuidade da empresa, uma vez que esse tipo de remuneração possui uma perspectiva de longo prazo.

O período médio em que os executivos exercem o cargo na empresa exibiu uma relação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 5%. Considerando que um maior tempo no

cargo está associado ao aumento de exposição ao risco em aspectos como volume de informações e complexidade do negócio, os executivos podem exigir maiores compensações e diversificação das formas de remuneração (HOU; PRIEM; GORANOVA, 2014).

Em relação à idade média dos membros da diretoria, encontrou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1%. A literatura empírica indica que a concessão de *stock options* deve ser reduzida à medida que a idade do executivos avança, uma vez que se tornam mais avessos ao risco (ZHENG, 2010; LIN; KUO; WANG, 2013). Além disso, considerando o fato de que se trata de uma remuneração variável de longo prazo, existe um horizonte de tempo de trabalho mais curto para os executivos com idade mais avançada, no sentido de estarem próximos da aposentadoria, o que torna menos atraente essa forma de remuneração (GIBBONS; MURPHY, 1992).

A variável que identifica o número de membros com Pós-Graduação (*lato sensu e stricto sensu*) apresentou uma relação positiva e significativa a 5%. Nesse caso, sugere-se que um maior nível educacional resulta em maior capacidade de processar informações e aumenta a propensão da utilização de mecanismos mais avançados para melhorar o desempenho da empresa (GOTTESMAN; MOREY, 2006). Sendo assim, concede-se *stock options* com o objetivo de reter executivos com essas características, bem como motivá-los a atuarem em prol dos interesses dos acionistas.

Por fim, a variável que identifica a existência de parentesco entre os executivos e os membros do Conselho e a variável que traz a quantidade de membros da diretoria eleitos pelo controlador apresentaram uma relação negativa, com níveis de significâncias de 10% e 5%, respectivamente. Conforme se mencionou, esses aspectos são fontes do poder gerencial (BEBCHUK; CREMERS; PEYER, 2011), de modo que os executivos exercem influência com vistas a obter ganhos no curto prazo, afastando-se de remunerações de longo prazo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os inerentes conflitos de interesses presentes nas sociedades por ações têm motivado a busca por mecanismos que incentivem os agentes a atuarem de acordo com os objetivos dos acionistas. Um desses instrumentos que vem adquirindo importante conotação no âmbito organizacional consiste na remuneração de executivos.

Nesse sentido, esta dissertação buscou investigar os principais determinantes que influenciaram a composição da remuneração dos executivos, no período 2011-2016, das empresas listadas na [B]³. Considerando que a remuneração possui diferentes formas, utilizadas a partir dos objetivos gerenciais das empresas, optou-se por analisar as características que influenciam a concessão da remuneração fixa e variável, nesse caso com foco no bônus, PRL e *stock options*.

Ao realizar esse objetivo, este estudo possibilitou compreender quais aspectos ligados à firma, ao Conselho de Administração e à diretoria influenciam positivamente ou negativamente essas formas de remuneração. No âmbito desses aspectos, o trabalho abrangeu uma série de variáveis utilizadas na literatura, contribuindo assim com os usuários internos e externos na compreensão da configuração do instrumento em análise no mercado acionário do Brasil.

Adicionalmente, foram introduzidas variáveis até então pouco utilizadas na literatura que trata dos determinantes da remuneração de executivos, podendo-se mencionar o compartilhamento de membros do Conselho, existência do comitê de remuneração, presença de ex-diretores presidindo o Conselho, as relações de parentesco e atributos pessoais dos membros da diretoria.

Destaca-se, entre os resultados, que a idade da firma influenciou negativamente todas as formas de remuneração, com exceção da PRL. Sugere-se, assim, que firmas com maior tempo de registro na CVM podem ter construído estruturas de governança mais sólidas, bem como podem apresentar maior alinhamento de interesses devido a continuidade no mercado, não recorrendo aos pacotes excessivos de remuneração.

Observou-se, ainda, que o tamanho da firma influenciou positivamente todas as formas de remuneração, com exceção da PRL. Isso denota que a maior complexidade das ações e dos negócios, além do maior volume de informações, exigem maiores esforços dos executivos, suscitando maiores níveis de remuneração.

Identificou-se que os níveis diferenciados de governança influenciam positivamente a PRL e a concessão de *stock options*, sugerindo que empresas inseridas nesses níveis possuem preocupação de conceder remunerações ligadas à geração de resultado e maximização de valor

com vistas a alinhar interesses, bem como garantir que as ações tomadas pelos executivos assumam um caráter de longo prazo.

A presença de mulheres na diretoria influenciou positivamente a remuneração fixa, o que pode estar atrelado a menor oferta de mulheres dispostas a assumir esse cargo. Sendo assim, aumenta-se o poder de barganha nas negociações de salários.

Já o nível de formação acadêmica influenciou negativamente a remuneração fixa, demonstrando que outros aspectos, como a *expertise* no segmento, podem adquirir maior importância na determinação dos salários *vis-à-vis* a existência de Pós-Graduação. Por outro lado, essa variável influenciou positivamente a concessão de *stock options*, o que pode ser explicado pelo interesse das empresas em reter executivos de maior nível educacional em uma perspectiva de longo prazo.

Considerando as características relacionadas ao Conselho de Administração, verificou-se que o número de conselheiros independentes influenciou negativamente a remuneração fixa e positivamente PRL e *stock options*, demonstrando a preocupação de se alinhar a remuneração com resultados. Com base nesses achados, defende-se a necessidade de os Conselhos serem independentes, uma vez que, nessas instâncias, existem aspectos que tornam o monitoramento mais frágil. Nesse sentido, pode-se mencionar o tamanho do Conselho e a dualidade do CEO, que influenciaram positivamente a remuneração fixa.

A existência de comitês de remuneração tem o papel de conceder remunerações mais justas, atreladas aos resultados gerados. No entanto, esses órgãos podem revelar estruturas de governança frágeis, por serem mais suscetíveis à influência dos executivos. Essa influência pode ocorrer pela própria presença desses agentes nesses comitês, fato observado em algumas empresas analisadas neste estudo. Isso auxilia na compreensão da influência positiva dessa variável na remuneração fixa.

Como limitações do estudo, deve-se ressaltar que os dados de remuneração não são disponibilizados por membros da diretoria, mas, sim, pelo total da diretoria, tornando-se necessário a utilização da remuneração média. Ademais, no caso da participação acionária dos membros da diretoria, não foi possível observar a relação de ações preferenciais e ordinárias, de modo que utilizou-se a participação acionária total. Por fim, como recomendações para futuros estudos, torna-se relevante associar a pesquisa empírica com uma pesquisa qualitativa, procurando conhecer, a partir da percepção do próprio Conselho de Administração, os fatores que são levados em consideração na determinação da remuneração de executivos. Além disso, dada a possibilidade de camuflagem da remuneração, torna-se necessário estudar os benefícios pós-emprego, considerados na literatura como um instrumento dessa camuflagem.

REFERÊNCIAS

- ABED, S.; SUWAIDAN, M.; SLIMANI, S. The Determinants of Chief Executive Officer Compensation in Jordanian Industrial Corporations. **International Journal of Economics and Finance**, v.6, n.12, p. 110-118, 2014.
- ADAMS, R. B.; ALMEIDA, H.; FERREIRA, D. Powerful CEOs and Their Impact on Corporate *Performance*. **The Review of Financial Studies**, v. 18, n. 4, p. 1403-1432, 2005.
- _____. Understanding the relationship between founder-CEOs and firm *performance*. **Journal of Empirical Finance**, v.16, n. 1, p. 135-150, 2009.
- AGGARWAL, R. K.; SAMWICK, A. A. Executive Compensation, Strategic Compensation, and Relative *Performance* Evaluation: Theory and Evidence. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 1999-2043, 1999.
- AGUIAR, A.B; PIMENTEL, R.C. Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, p. 545-568, 2017.
- ANJOS, L.C.M.; TAVARES, M.F.N.; MONTE, P. A.; LUSTOSA, P.R.B. Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 34, n.1, p. 45-56, 2015.
- BANGHOJ, J.; GABRIELSEN, G.; PETERSEN, C.; PLENBORG, T. Determinants of executive compensation in privately held firms. **Accounting and Finance**, v. 50, n. 3, p.481-510, 2010.
- BARONTINI, R.; BOZZI, S. Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. **Journal of Management and Governance**, v. 15, n.1, p. 59-89, 2011.
- BEBCHUK, L.A; CREMERS, M.; PEYER, U. The CEO pay slice. **Journal of Financial Economics**, v. 102, n.1, p.199-221, 2011.
- BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. Executive Compensation as an Agency Problem. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 3, p. 71-92, 2003.
- _____. Pay Without *Performance*: Overview of the Issues. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 17, n.4, p. 8-23, 2005.
- BEBCHUK, L.A.; FRIED, J.M.; WALKER, D.I. Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. **The University of Chicago Law Review**, v.69, p.751-846, 2002.
- Becker, G., 1957. **The Economics of Discrimination**, 2.ed.,Chicago: University of Chicago Press, 1971.
- BENKRAIEM, R.; HAMROUNI, A.; LAKHAL, F.; TOUMI, N. Board independence, gender diversity and CEO compensation. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 17, n. 5, p. 845-860, 2017.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.

BERTRAND, M.; MULLAINATHAN, S. Do People Mean What They Say? Implications for Subjective Survey Data. **American Economic Review**, v. 91, n.2, p. 67-72, 2001.

BEUREN, I. M.; MOURA, G. D.; THEISS, V. Remuneração dos Executivos em Empresas que Realizaram Combinação de Negócios . **Revista de Administração da Unimep**, v. 14, n. 2, p. 1-30, 2016.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. Stockholder-manager conflicts and firm value. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville, v. 54, n. 3, p. 14-30, may./june. 1998.

CANARELLA, G; GASPARYAN, A. New insights into executive compensation and firm performance: Evidence from a panel of “new economy” firms, 1996-2002. **Managerial Finance**, v. 34, n.8, p. 537-554, 2008.

CHENG, M.; LIN, B.; WEI, M. Executive compensation in family firms: The effect of multiple family members. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p.149-163, 2015.

CHHAOCHHARIA, V.; GRINSTEIN, Y. CEO Compensation and Board Structure. **The Journal of Finance**, v. 64, n. 1, p. 231-261, 2009.

CHUNG, H.; JUDGE, W.Q.; LI, Y.H. Voluntary disclosure, excess executive compensation, and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v. 32, p.64-90, 2015.

COASE, R.H. The nature of the firm. **Economica**, v.4, n.16, p. 386-405, 1937.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução n. 480, de 7 de dezembro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, 2009.

CONYON, M.J. Executive compensation and incentives. **Academy of Management Perspectives**, v. 20, n.1, p. 25-44, 2006.

CORE, J.E.; HOLTHAUSEN, R.H.; LARCKER, D.F. Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, p. 371–406, 1999.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 7, n. 1, p. 2–37, 2014.

CREMERS, M.; BEBCHUK, L.A.; PEYER, U. CEO Centrality. **Harvard Law and Economics Discussion Paper**, n.601, 2007.

CUNHA, P.R; VOGT, M.; DEGENHART, L. Governança corporativa e remuneração dos diretores executivos das empresas Brasileiras. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n.2, p. 1-16, 2016.

DITTMANN, I.; MAUG, E. Lower Salaries and No Options? On the Optimal Structure of Executive Pay. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 1, p. 303-343, 2007.

EISENHARDT, K. M. Agency Theory: An Assessment and Review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, Jan. 1989.

EGGERTSSON, T. Quick Guide to New Institutional Economics. **Journal of Comparative Economics**, v.41, p. 1-5, 2013.

_____. The Role of Transaction Costs and Property Rights in Economic Analysis. **European Economic Review**, v. 34, p. 450-457, 1990.

ESSEN, M.V.; OTTEN, J.; CARBERRY, E.J. Assessing Managerial Power Theory: A Meta-Analytic Approach to Understanding the Determinants of CEO Compensation. **Journal of Management**, v. 41, n. 1, p. 164-202, 2015.

FAMA, E.F.; JENSEN, M.C. Agency problems and residual claims. **Journal of Law and Economics**, v.26, n.2, p.327-349, 1983.

FIANI, R. O Problema dos Custos de Transação em Parcerias Público-Privadas em Infraestrutura. **Texto para Discussão 2261**. IPEA, 2016.

FINKELSTEIN, S. Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. **The Academy of Management Journal**, v. 35, n. 3, p. 505-538, 1992.

FOCKE, F.; MAUG, E.; NIESSEN-RUENZI, A. The impact of firm prestige on executive compensation. **Journal of Financial Economics**, v. 123, n.2, p. 313-336, 2017.

FRYDMAN, C.; JENTER, D. **Ceo Compensation**. Nber Working Paper Series, Working Paper, 2010.

FRYDMAN, C.; SAKS, R.E. Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936–2005. **The Review of Financial Studies**, v.23, n.5, p. 2100-2138, 2010.

FRYE, M.B.; PHAM, D. CEO Gender and Corporate Board Structures (December 8, 2017). Quarterly Review of Economics and Finance, Forthcoming. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3084643>.

GABAIX, X.; LANDIER, A. Why has CEO Pay Increased So Much? **The Quarterly Journal of Economics**, v.123, n. 1, p. 49-100, 2008.

GAREN, J. E. Executive Compensation and Principal-Agent Theory. **Journal of Political Economy**, v. 102, n. 6, p. 1175-1199, 1994.

GIBBONS, R.; MURPHY, K.J. Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence. **Journal of Political Economy**, v. 100, n. 3, p. 468-505, 1992.

GHOSH, A. Determination of Executive Compensation in an Emerging Economy: Evidence from India. **Emerging Markets Finance & Trade**, v. 42, n.3, p. 66-90, 2006.

GOTTESMAN, A.A.; MOREY, M.R. Manager education and mutual fund *performance*. **Journal of Empirical Finance**, v.13, n.2, p. 145-182, 2006.

GRANOVETTER, M. Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. **American Journal of Sociology**, v. 91, n. 3, p. 481-510, 1985.

GREENE, W. Testing Hypotheses about interaction terms in nonlinear models. **Economics Letters**, v.107, p.291-296, 2010.

HALL, B. J. What you need to know about stock options. **Harvard Business Review**, v. 78, n. 2, p. 121-129, 2000.

HALL, B.J.; MURPHY, K.J. Stock Options for Undiversified Executives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 33, n.1, p. 3-42, 2002.

_____. The Trouble With Stock Option. **Journal of Economic Perspective**, v.17, n.3, p. 49-70, 2003.

HARRIS, J.D. What's wrong with executive compensation?. **Journal of Business Ethics**, v.85, n.1, p. 147-156, 2009.

HART, O.; HOLMSTRÖM, B. **The Nobel Prize: Contract Theory**. Sweden: The Royal Swedish Academy of Sciences, 2016 .

HAUNSCHILD, P.R; BECKMAN, C.M. When Do Interlocks Matter?: Alternate Sources of Information and Interlock Influence. **Administrative Science Quarterly**, v. 43, n. 4, p. 815-844, 1998.

HAUNSCHILD, P.R; MINER, A.S. Modes of Interorganizational Imitation: The Effects of Outcome Salience and Uncertainty. **Administrative Science Quarterly**, v. 42, n. 3, p. 472-500, 1997.

HE, L. Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm *performance*. **Journal of Business Venturing**, v. 23, n. 3, p. 257-279, 2008.

HECKERMAN, D.G. Motivating managers to make investment decisions. **Journal of Financial Economics**, v.2, n.3, p. 273-292, 1975.

HOITASH, U. Should independent board members with social ties to management disqualify themselves from serving on the board? **Journal of Business Ethics**, v. 99, n. 3, p. 399-423, 2011.

HOFFMAN, R.; VIEIRA, S. **Análise de Regressão: Uma introdução à Econometria**. Hucitec; São Paulo, 1998.

HOPE, O. K.; THOMAS, W. B. Managerial empire building and firm disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 591-626, 2008.

HOU, WANRONG AND PRIEM, RICHARD AND GORANOVA, MARIA L. Does One Size Fit All? Investigating Pay-Future *Performance* Relationships Over the 'Seasons' of CEO Tenure. **Journal of Management, Forthcoming**. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2471215> , 2014.

JAISWALL, S.S.K.; BHATTACHARYYA, A.K. Corporate Governance and CEO Compensation in Indian Firms. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 12, n. 2, p. 159-175, 2016.

JENSEN, M; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

_____; MURPHY, K. J. CEO incentives – it's not how much you pay, but how. **Harvard Business Review**, n. 3, p. 138-153, mai-jun, 1990.

KAPLAN, S.N. Are U.S. CEOs Overpaid?. **Academy of Management Perspectives**, v. 22, n.2, p. 5-20, 2008.

KRAUTER, E. Remuneração de Executivos e Desempenho Financeiro: um Estudo com Empresas Brasileiras. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 259-273, 2013.

KYRICOU, K.; MASE, B. The Adverse Consequences of Share-Based Pay in Risky Companies. **Journal of Management Governance**, v. 10, n. 4, p. 307-323, 2006.

LAUX, C.; LAUX, V. Board Committees, CEO Compensation, and Earnings Management. **The Accounting Review**, v. 84, n.3, p. 869-891, 2009.

LIANG, H.; RENNEBOOG, L.; SUN, S.L. The political determinants of executive compensation: Evidence from an emerging economy. **Emerging Market Review**, v. 25, p.69-91, 2015.

LEE, S.P.; CHEN, H.J. Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan: 2SLS for panel data model. **Management Research Review**, v. 34, n. 3, p. 252-265, 2011.

LI, D.; MOSHIRIAN, F.; NGUYEN, P.; TAN, L. Corporate governance or globalization: What determines CEO compensation in China? **Research in International Business and Finance**, v. 21, n. 1, p. 32-49, 2007.

LI, F.; SRINIVASAN, S. Corporate Governance When Founders are Directors. **Journal of Financial Economics**, v. 102, n. 2, p. 454-469, 2011.

LIN, D.; KUO, H. C.; WANG, L. H. Chief executive compensation: An empirical study of fat cat CEOs. **International Journal of Business and Finance Research**, v. 7, n. 2, p. 27-42, 2013.

_____; LIN, L. The interplay between director compensation and CEO compensation. **International Journal of Business & Finance Research**, v. 8, n. 2, p. 11-26, 2014.

LONG, T. D. Executive compensation, firm *performance*, and net community benefits within nonprofit urban hospitals. 2016. 156 p. Tese (Doutorado em Administração) – Walden University, College of Management and Technology, 2016.

MATOLCSY, Z.; SHAN, Y.; SEETHAMRAJU, V. The timing of changes in CEO compensation from cash bonus to equity-based compensation: Determinants and *performance*

consequences. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, v. 8, n. 2, p. 78-91, 2012.

MAZUR, M.; SALGANIK-SHOSHAN, G. Teaming up and quiet intervention: The impact of institutional investors on executive compensation policies. **Journal of Financial Markets**, 2016.

MURPHY, K. Executive Compensation. **Handbook of Labor Economics**, v. 3, p. 2485-2563, 1999.

MURPHY, K. J. Explaining executive compensation: Managerial power vs. the perceived cost of stock options. **University of Chicago Law Review**, v. 69, p.847-869, 2002.

_____; ZÁBOJNÍK, J. CEO pay and appointments: A market-based explanation for recent trends. **American Economic Review**, v. 94, p. 192-196, 2004.

NEWTON, A.N. Executive Compensation, Organizational *Performance*, and Governance Quality in the Absence of Owners. **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 195-222, 2015.

NICHOLSON, G.; ALEXANDER, M.; KIEL, G.C. Defining the Social Capital of the Board of Directors: An Exploratory Study. **Journal of Management e Organization**, v. 10, n. 1, p. 54-72, 2004.

NORTH, D. C. Economic *Performance* Trought Time. **The American Economic Review**, v.84, n.3, p. 359-368, 1994.

NTIM, C.G.; OPONG, K.K; DANBOLT, J. Board Size, Corporate Regulations and Firm Valuation in an Emerging Market: A Simultaneous Equation Approach. **International Review of Applied Economics**, v. 29, n. 2, 2015.

NULLA, Y. The Effect of Return on Assets (ROA) on CEO Compensation System in TSX/S&P and NYSE Indexes Companies. **International Journal of Scientific e Engineering Research**, v. 4, n.2, 2013.

OZDEMIR, O.; UPNEJA, A. Board structure and CEO compensation: Evidence from U.S. lodging industry. **International Journal of Hospitality Management**, v. 31, p.856-863, 2012.

OZKAN, N. Do corporate governance mechanisms influence CEO compensation? Na empirical investigation of UK companies. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 17, n. 5, p. 349-364, 2007.

OZKAN, N. CEO Compensation and Firm *Performance*: an Empirical Investigation of UK Panel Data. **European Financial Management**, v. 17, n. 2, p. 260-285, 2011.

ROSEN, S. Contracts and the market for executives. Basil Blackwell, Oxford, 1993.

ROSS, S. The economic theory of agency: The principal's problem. **American Economic Association**, v. 62, p. 134-139, 1973.

SÁNCHEZ-BALLESTA, J.P.; GARCÍA-MECA, E. Ownership Structure, Discretionary Accruals and the Informativeness of Earnings. **Corporate Governance in International Review**, v. 15, n.4, p. 677-691, 2007.

SANT'ANNA, D.P. de et al. Valor de Mercado e Valor Contábil e sua Relação com os Resultados Anormais no Mercado de Capitais no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 23, p. 3-13, 2015.

SILVA, A. L. C.; CHIEN, A. C. Remuneração executiva, valor e desempenho das empresas brasileiras listadas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 4, p. 481-502, 2013.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro; Elsevier, 2010.

SIMON, H. **Administrative Behavior**. New York: Macmillan, 1957.

SMITH, A. **A Riqueza das Nações (1776)**. Tradução de Alexandre Amaral Rodrigues e Eunice Ostrensky. São Paulo: Martins Fontes, 2003.

SINGH, M.; YAVUZ, C. **Firm performance and CEO compensation: Determinants of CEO compensation**. 2015. 232 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Buskerud and Vestfold University College, Business School and Faculty of Social Sciences, 2015.

SRIDHAR, I.; KUMAR, K.K. A Panel Data Analysis of Determinants of Executive Compensation: Evidence from India. **Journal of Finance and Economics**, n. 139, p. 112-125, 2015.

STUART, T. E.; YIM, S. Board interlocks and the propensity to be targeted in private equity transactions. **Journal of Financial Economics**, v. 97, n. 1, p. 174-189, 2010.

SUN, B. Executive compensation and earnings management under moral hazard. **Journal of Economic Dynamics & Control**, v. 41, p. 276-290, 2014.

VANDERGRIFF, D; BROWN, P. Gender differences in the use of high-variance strategies in tournament competition. **Journal of Socio-Economics**, v. 34, n. 6, p. 834-849, 2005.

WASSERMAN, N. Founder-CEO succession and the paradox of entrepreneurial success. **Organization Science**, v. 14, n. 2, p. 149-172, 2003.

_____. Stewards, agents, and the founder discount: Executive compensation in new ventures. **Academy of Management Journal**, v. 49, n. 5, p. 960-976, 2006.

WILLIAMSON, O. E. **Market and Hierarchies: analysis and antitrust implications**. New York: The Free Press, 1975.

_____. Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations. **The American Economic Review**, v. 63, n. 2, p. 316-325, 1973.

_____. Markets, Hierarchies, and the Modern Corporation. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 17, p. 335-352, 1992.

_____. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

_____. The Economics of Organization: The Transaction Cost Approach. **American Journal of Sociology**, v. 87, n.3, p. 548-577, 1981.

_____. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n. 3, p. 171-195, 2002.

_____. Transaction Cost Economics: How it Works; Where it is Headed. **De Economist**, v.146, n.1, p. 23-58, 1998.

_____. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. **Journal of Law and Economics**, v.22, n.2, p. 233-261, 1979.

_____. Transaction Cost Economics: The Natural Progression. **Journal of Retailing**, v.86, n.3, p. 215-226, 2010.

WILSON, R. On the Theory of Syndicates. **Econometrica**, v. 36, p. 119-132, 1968.

WONG, L. H., GYGAX, A.; WANG, P. Board interlocking network and the design of executive compensation packages. **Social Networks**, v. 41, p. 85-100 , 2015.

YA'ACOB, N. S. CEO duality and compensation in the market for corporate control: evidence from Malaysia. **Procedia Economics and Finance**, v. 35, p. 309-318, 2016.

YASSER, Q. R.; MAMUN, A. A.; SURIYA, A. R. CEO duality structure and firm *performance* in Pakistan. **Asian Journal of Accounting and Governance**, v. 5, p. 57-68, 2014.

ZHENG, Y. The effect of CEO tenure on CEO compensation. **Managerial Finance**, v. 36, n. 10, p. 832-859, 2010.

ANEXOS

ANEXO A – Correlação das variáveis

[illegible]

Variável	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31
DirInter	-0	-0,2	0,1	-0,1	0,1	-0	-0	-0	-0,1	0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0	-0,1	-0,2	-0,2	0	0,3	-0,1	1								
Tenure	0	-0,1	0	-0	0,1	-0,1	-0,1	-0	-0,1	0	0	-0	-0	0	0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0	0	-0,1	0,1	1							
AgeDir	0	-0,1	-0	-0,2	0,2	-0	-0	-0	-0	0	0,1	-0	-0	-0	-0,2	-0,1	-0	-0	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	0	0,3	1						
Part AC	-0	-0,1	-0	-0	-0	-0	-0	0,7	0,7	-0,1	-0,1	-0	-0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0	0,1	-0	0	-0	0	-0	1					
AcadDir	-0	0,1	0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	-0	-0	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0	-0,1	0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	1				
Qmulher	0	0,1	-0	0,1	-0,2	-0	-0	-0	-0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0	0	0	0	-0	-0	-0,1	0	-0,1	-0	-0,1	-0	0,2	1			
Dirparen	-0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,1	0	0	-0	0	0,1	0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0	0,3	-0,1	0,6	0,2	0,1	-0	-0,2	0,1	1		
IndControl	-0,1	-0	0,1	-0,2	0,1	-0	-0	-0,1	-0,1	0,1	0	0	0	0,2	0,1	-0,1	-0	0,2	-0	-0	-0	-0	-0	0	-0	-0,1	0,2	0,1	0,1	1	
TamanhoDir	-0	0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0	0	0,4	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	-0	-0,1	-0	-0,1	-0,1	-0,2	-0	0,7	0,4	-0,1	0,4	1

Legenda:

1 - RF;
2 - Bônus;
3 - PRL;
4 - Stock Option;
5 - AgeFirm;
6 - Q de Tobin;
7 - Q de Tobin $t-1$;
8 - Market-to-Book;
9 - Market-to-Book $t-1$;
10 - ROA;
11 - ROA $t-1$;
12 - Gerenciamento;
13 - Gerenciamento $t-1$;
14 - TamFirm;
15 - GovCorp;
16 - Independência;

17 - Board interlocking;
18 - TamCon;
19 - ComitRem;
20 - ExDir;
21 - Chairduality;
22 - DirInter;
23 - Tenure;
24 - Turnover;
25 - AgeDir;
26 - Part AC;
27 - AcadDir;
28 - Qmulher;
29 - Dirparen;
30 - IndControl;
31 - TamanhoDir